

# Unternehmens- Bewertung

**Darstellung der wichtigsten Methoden**

## Wie viel ist mein Unternehmen wert?

Eine Frage, die sich nicht erst stellt, wenn ein Verkauf – aus welchen Gründen auch immer – ansteht. Als Unternehmer-Inhaber oder Gesellschafter sollte man eine aktuelle Vorstellung davon haben, welchen Wert der wichtigste Vermögenswert besitzt, nämlich das eigene Unternehmen. Nur so ist man in der Lage, auf sich verändernde Situationen rasch zu reagieren.

Nicht unbedingt verlassen sollte man sich auf die Faustformeln für die Bewertung, nach denen etwa pauschal ein X-faches des Jahresgewinns oder gar des Umsatzes als Unternehmenswert ermittelt wird. Denn Käufer rechnen heute mit sehr spitzem Bleistift. Für den Fall der Fälle sollte für Verkaufsgespräche (oder auch nur für Verkaufsüberlegungen) zu allererst ein solides Zahlenwerk parat stehen. Und man sollte zumindest in groben Zügen wissen, mit welchen Bewertungsmethoden gearbeitet wird. Nur so ist man jederzeit für die richtige Argumentation und für notwendige Entscheidungen gerüstet.

## Welche Bewertungsmethode ist die richtige?

So ganz einfach ist es nicht, sich unter den verschiedenen Bewertungsmethoden zurecht zu finden oder sie gar im Hinblick auf ihre Tauglichkeit für den jeweiligen Fall zu beurteilen. Auch in der Bewertung gibt es Entwicklungen, ja sogar gewisse Trends und Moden. Und mancher Käufer setzt bewusst mit „neuen“ Methoden auf die Überrumpelung des Verkäufers.

Die zunehmende Internationalisierung von Unternehmensverkäufen und der Einfluss von Banken und Private-Equity-Gesellschaften haben überdies in den letzten Jahren eine Fülle neuer – zumeist angelsächsischer – Fachausdrücke in die Sprache der Bewerter eingeschleust. So ist ein Verkaufs- und Bewertungsjargon entstanden, der zur Verwirrung des Verkäufers beiträgt und genutzt wird.

## Die gängigsten Bewertungsmethoden

Im Folgenden werden die bekanntesten und gängigsten Bewertungsmethoden dargestellt und erläutert sowie mit Praxisbeispielen nachvollziehbar gemacht. Allerdings muss jedem Käufer/Verkäufer klar sein, dass es das (einzig) „richtige“ oder gar objektive Verfahren nicht gibt. Auch wenn sich in der Betriebswirtschaft im Bereich der Bewertungsverfahren in der Vergangenheit einiges getan hat, so bleibt jedes Verfahren nur ein Versuch, ein komplexes Gebilde wie ein Unternehmen mit den darin arbeitenden Menschen in Euro und Cent „abzubilden“. Was dann tatsächlich im Falle eines Verkaufs Erlöst werden kann, entscheidet am Ende der Markt: Ein Unternehmen ist nämlich immer exakt soviel wert, wie der interessierte Käufer bereit ist zu bezahlen. Somit muss man jede Unternehmensbewertung als Instrument oder als Basis für Verhandlungen sehen. Unternehmensbewertungen haben keinen Absolutheitscharakter

## Substanzwertmethode

Die Substanzwertmethode ist ein in der Betrachtung rückwärtsgerichtetes (retrogrades) Verfahren, das in der Vergangenheit stark verbreitet war, aber heute immer weniger Anhänger findet. Dabei wird der Unternehmenswert im Wesentlichen als Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände (Substanzen) abzüglich vorhandener Schulden ermittelt. Üblicherweise wird dabei das betriebsnotwendige Vermögen mit den Wiederbeschaffungskosten und nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit den erzielbaren Veräußerungspreisen bewertet.

Der traditionelle Substanzwert stellt demnach den Betrag dar, den ein Unternehmer aufwenden müsste, wenn er das Unternehmen auf der „grünen Wiese“ wieder errichten würde.

### Teilreproduktionswert

Wenn bei der Ermittlung des Substanzwertes nur die „materiellen“ Positionen herangezogen werden, spricht man in der Sprache der Bewerter vom Teilreproduktionswert.

### Vollreproduktionswert

Werden bei der Bewertung auch die immateriellen Vermögenswerte angesetzt, wie z.B. Goodwill, dem Unternehmen selbst gehörende Patente, Wert des Kundenstammes etc., so spricht man vom Vollreproduktionswert. Die Schwierigkeit besteht allerdings darin, immaterielle Werte in Zahlen zu fassen.

### Bewertung der Substanzen

Objekt der Bewertung	Wertansatz
Bauten – Gebäude	Wiederbeschaffungspreise (bei zeitnahe Erwerb) bzw. Herstellkosten (unter Berücksichtigung von Alter und Zustand)
Forderungen	Nennwert – ggf. mit Abschlägen für uneinbringliche Forderungen
Grundstücke	Kaufpreis (bei zeitnahe Erwerb), Vergleichspreise ggf. Schätzpreis
Halb- und Fertigfabrikate (Zukaufteile)	Wiederbeschaffungspreise zum Stichtag der Bewertung
Liquide Mittel, Bankguthaben, Schecks	Nennwert
Maschinen und maschinelle/technische Anlagen, abnutzbare Sachanlagegüter	Einzelwertermittlung pro Objekt nach anerkannten Richtwerten (z.B. VDI-Richtlinien, Preislisten der Hersteller) und unter Berücksichtigung des technischen Zustandes bzw. der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	Wiederbeschaffungspreise zum Stichtag der Bewertung
Unfertige und fertige Erzeugnisse	Vollkosten (inklusive Verwaltungskosten) – Grundlage: Wiederbeschaffungskosten bzw. –preise zum Bewertungsstichtag
Verbindlichkeiten	Nennwert

Wertpapiere des Umlaufvermögens	Börsenwert am Bewertungsstichtag
---------------------------------	----------------------------------

### Ermittlung des Substanzwertes

Der Substanzwert ergibt sich als Addition der nach obigen Wertansätzen bewerteten Vermögensteile, abzüglich der zum Nennwert bewerteten Verbindlichkeiten.

### Beurteilung der Bewertungsmethode

Die Substanzwertmethode nimmt als rückwärts gerichtetes Verfahren keine Rücksicht auf die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens. Im Vordergrund der Bewertung stehen nur die vorhandenen Vermögenswerte. Die Umsatz-/Absatzentwicklung oder die Entwicklungspotenziale spielen dabei keine Rolle.

In der Vergangenheit war die Substanzwertmethode in der Unternehmensbewertung ein gern und oft verwendetes Verfahren. In der Zwischenzeit spielt das Verfahren nur noch eine geringe Rolle und wird gelegentlich ergänzend oder unterstützend zu ertragsorientierten Verfahren angewandt. Unter Umständen kann die Substanzwertmethode bei der Bewertung von Unternehmen mit nachhaltigen Verlusten hilfreich sein.

<b>Substanzwertverfahren</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Einfaches, unaufwändiges Verfahren	Vergangenheitsorientiert
Nachvollziehbarkeit der Bewertung auch für Nicht-Fachleute	Keine Berücksichtigung der wirtschaftlichen Entwicklung und der unternehmerischen Potenziale
Klare Strukturen – geringer Gestaltungsspielraum des Bewerbers	Schwierigkeit der Beschaffung aktueller Marktpreise für die Bewertung

## Liquidationswertverfahren

Der Liquidationswert eines Unternehmens wird dann ermittelt, wenn ein Unternehmen aufgelöst (Geschäftsaufgabe) oder zerschlagen wird. Teilweise wird auch bei Sanierungen der Liquidationswert ermittelt.

Beim Substanzwertverfahren sind die Wiederbeschaffungskosten bzw. der Wiederbeschaffungspreis der zentrale Bewertungsansatz. Es gilt der Grundsatz: Was würde es kosten, das Unternehmen bzw. einzelne Einheiten zu beschaffen und auf dieser Basis das Unternehmen fort zu führen? Im Gegensatz dazu werden beim Liquidationswertverfahren die Vermögensgegenstände mit den zu erwartenden Verwertungserlösen bewertet. Daneben müssen die Kosten der Auflösung (z.B. durch Honorar für Liquidator, Berater) und auch Kosten, die z.B. durch die vorzeitige Auflösung von Arbeitsverhältnissen, Darlehensverträgen etc. entstehen, berücksichtigt werden.

Damit ist in aller Regel der Liquidationswert die absolute Wertuntergrenze bei der Bewertung eines Unternehmens.

### Beurteilung der Bewertungsmethode

Das Liquidationswertverfahren ist eine Methode zur Ermittlung der absoluten Wertuntergrenze. Das Verfahren ist nur zu diesem Zweck oder im Falle einer Auflösung oder Zerschlagung sinnvoll. Als Bewertungsansatz zur Ermittlung des Verkaufswertes eines Unternehmens eignet sich diese Methode in aller Regel nicht.

<b>Liquidationswertverfahren</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Verfahren zur Ermittlung der Wertuntergrenze eines Unternehmens	Vergangenheitsorientiert
Nachvollziehbarkeit der Bewertung auch für Nichtfachleute	Keine Berücksichtigung der wirtschaftlichen Entwicklung und der unternehmerischen Potenziale
Klare Strukturen bei der Bewertung	Problematisch bei großen Unternehmenseinheiten, da jeder Vermögenswert einzeln bewertet werden muss

## Stuttgarter Verfahren

Das so genannte „Stuttgarter Verfahren“ wird heute fast ausschließlich von den Finanzverwaltungen bei der Bewertung nicht-börsennotierter Unternehmensanteile im Rahmen von Schenkungen und bei der Bemessung der Erbschaftssteuer angewandt. Gemäß Bewertungsgesetz (BewG § 11 Abs. 2) sind Anteile an Kapitalgesellschaften mit dem so genannten „gemeinen Wert“ anzusetzen. Wenn sich dieser gemeine Wert nicht aus einem Verkauf ableiten lässt, der weniger als ein Jahr zurückliegt, so muss dieser Wert von der Finanzverwaltung unter Berücksichtigung des Vermögens und der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft geschätzt werden.

Diese Form der Bewertung erfolgt im Stuttgarter Verfahren, das von der Finanzverwaltung unter Berücksichtigung der Rechtsprechung entwickelt wurde.

### Grundlagen des Stuttgarter Verfahrens

Eckpfeiler des Stuttgarter Verfahrens sind

- der Vermögenswert - Grundlage für die Ermittlung sind die in den Steuerbilanzen dargelegten Werte -
- und der sich aus den durchschnittlichen Erträgen der letzten drei Jahre vor dem Bewertungsstichtag abgeleitete Ertragshundertsatz der Kapitalgesellschaft

### Beurteilung des Stuttgarter Verfahrens

Im Gegensatz zum reinen Substanzwertverfahren, bei dem „nur“ die Substanz eines Unternehmens Wertmaßstab ist und zum reinen Ertragswertverfahren, bei dem „nur“ der Ertrag das Kriterium für die Beurteilung des Unternehmenswertes ist, versucht das Stuttgarter Verfahren einen Mittelweg aus Substanz- und Ertragsbeurteilung zu gehen. Wie immer man auch das Verfahren beurteilen mag, in der Bewertungspraxis beim Kauf/Verkauf von Unternehmen spielt es so gut wie keine Rolle mehr, während es für die Finanzverwaltung immer noch das wesentliche Bewertungsverfahren ist.

<b>Stuttgarter Verfahren</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Versuch Substanz und Ertragsfähigkeit bei der Bewertung in Einklang zu bringen	Aufgrund des Übergewichts des Substanzanteils werden ertragsschwache Unternehmen benachteiligt.
Von der Finanzverwaltung anerkanntes und angewandtes Verfahren zur Bewertung von nicht-börsennotierten Anteilen	Die zukünftige Unternehmensentwicklung wird nicht berücksichtigt – Fortschreibung der gewichteten Vergangenheitswerte
Absicherung durch die Rechtsprechung	Wenig Anerkennung in der Bewertungspraxis – international unbekanntes Verfahren

## Multiplikatorenmethode

Bei der Multiplikatorenmethode errechnet sich der Wert eines Unternehmens durch die Multiplikation einer Bezugsgröße, wie z.B. Umsatz, Gewinn, Cash flow etc. mit einem Multiplikator. Damit steht dieses Verfahren in krassem Gegensatz zum substanz- oder liquidationswertorientierten Verfahren und den (modernen) ertrags- oder zukunftsorientierten Verfahren.

Die Multiplikatorenmethode basiert auf Erfahrungswerten, anhand derer die Multiplikatoren ermittelt wurden und im Bedarfsfall auf andere Projekte angewandt werden. Insbesondere bei der Kaufpreisermittlung von freiberuflichen Praxen (z.B. Arztpraxen, Steuerkanzleien, Anwaltskanzleien) wird diese Form der Bewertung auch in Deutschland angewandt.

Die verwendeten Multiplikatoren sind branchenabhängig und stellen meist Erfahrungswerte dar, die sich in der Regel auf die Vergangenheit beziehen. Auf Vergleiche oder Analysen kann bei Anwendung dieser Methode verzichtet werden. Es genügt die Einordnung des zu beurteilenden Unternehmens in einen Zweig oder in eine Branche und die Anwendung des dafür vorgesehenen Multiplikators bzw. der Bezugsgröße. Häufig anzutreffende Bezugsgrößen sind

- Umsatz  
Umsatz laut Gewinn- und Verlustrechnung, teilweise wird auch die Gesamtleistung als Messgröße herangezogen
- EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortisation) bereinigter Gewinn vor Zinsen, Abschreibung und Ertragsteuern
- EBIT (Earnings before Interest and Taxes )  
bereinigter Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern
- Gewinn laut Jahresabschluss
- Cash Flow (finanzwirtschaftlicher Überschuss)

Wichtig ist dabei, dass die Bezugsgröße, sei es nun der Umsatz, der Gewinn oder – wie in obigem Beispiel – das EBITDA, gemäß den branchenüblichen Gegebenheiten ermittelt wird. D.h. es muss vor Anwendung der Methode im Einzelfall geprüft werden, was z.B. unter dem Begriff Umsatz zu verstehen ist, ob es sich zum Beispiel um den Umsatz oder die Gesamtleistung handelt. EBITDA und EBIT sind zwar eindeutiger, aber auch hier gilt es genau zu prüfen. Bei der Gewinndefinition ist insbesondere die Frage vor oder nach Steuern zu beantworten. Beim Cash flow gibt es eine Unzahl von Varianten, nach denen dieser Wert ermittelt werden kann. Die Frage ist, welche Formel für die Anwendung der Multiplikatorenmethode anzuwenden ist.

### Beurteilung der Multiplikatorenmethode

Die Multiplikatorenmethode ist, obwohl in Unternehmerkreisen als Faustformel immer wieder gehandelt, kein Bewertungsverfahren, sondern eher ein Rechenspiel mit einer großen Unbekannten, dem Multiplikator. Insofern wäre auch der Begriff Bewertungsverfahren fehl am Platz. Am ehesten könnte man sich diese Form der Wertermittlung bei börsennotierten Unternehmen vorstellen, die relativ eindeutig bestimmten Branchen zugeordnet werden können und bei denen praktisch jede Aufwands- und Ertragsposition mit Mitbewerbern vergleichbar ist. Für klein- und mittelständische Unternehmen, die oftmals nicht eindeutig einer bestimmten Branche zugeordnet wer-

den können und die über ein hohes Maß an Individualität verfügen, ist die Anwendung der Multiplikatorenmethode eher mit einem Lotteriespiel vergleichbar.

<b>Multiplikatorenmethode</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Schnell und einfach anwendbar	Fragwürdigkeit der allgemeinen Anwendbarkeit des Multiplikators
Nachvollziehbarkeit der Bewertung auch für Nichtfachleute	Keine Berücksichtigung der wirtschaftlichen Entwicklung und der unternehmerischen Potenziale
Klare Strukturen bei der Bewertung	Pauschalierung ohne Würdigung der individuellen Situation des Unternehmens

## Ertragswertverfahren

### Ertragswertverfahren im Überblick

Die Ertragswertmethode hat sich in Deutschland als wohl wichtigstes Bewertungsverfahren durchgesetzt, was mit daran liegt, dass sie mittlerweile von der Rechtsprechung nicht nur anerkannt, sondern häufig auch bevorzugt wird.

### Die Ausgangslage

Der Kauf eines Unternehmens ist eine Investition, bei der ein Käufer zum Zeitpunkt des Kaufes eine Zahlung als Gegenleistung für zukünftige Gewinne leistet. Der Käufer eines Unternehmens investiert mit dem Kaufpreis demnach in die Zukunft des erworbenen Unternehmens, nicht in die Vergangenheit. Die Frage ist also nicht: Wie hoch ist der Kaufpreis, sondern wie und in welcher Zeit fließt der investierte Kaufpreis zuzüglich der Finanzierungskosten durch erwirtschaftete Gewinne wieder zurück, so dass der Investor seinen Kapitaldienst leisten und eine angemessene Verzinsung des investierten Kapitals erreichen kann.

### Die drei wesentlichen Erfolgsfaktoren

Grundlage bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens ist deshalb die (richtige) Einschätzung zukünftiger Erträge, die mit dem Kapitalisierungszinsfuß auf den Stichtag der voraussichtlichen Übernahme abgezinst werden. Dabei werden Einflüsse wie zum Beispiel die Inflation ebenso berücksichtigt, wie unternehmerische Risiken und die Steuerbelastung. Daraus resultieren drei Parameter, die bei der Bewertung eine wesentliche Rolle spielen

1. die Höhe der zukünftigen Gewinne
2. der Basiszinssatz
3. der Risikofaktor

## 1. Die Höhe der zukünftigen Gewinne

Das Hauptrisiko bei der Bewertung eines Unternehmens ist die Berechnung oder Einschätzung zukünftiger Gewinne. In Zeiten schneller Märkte und laufender Veränderungen auf den Märkten ist es fast schon notwendig, dass ein Bewerter über hellseherische Fähigkeiten verfügt, wenn er die Gewinnentwicklung richtig einschätzen will.

Auch wenn es in der einschlägigen Literatur teilweise abgelehnt wird, sich an Vergangenheitswerten zu orientieren und stattdessen ausschließlich Planwerte bzw. Businesspläne für die Bewertung heranzuziehen, so hat sich in Praxis insbesondere bei kleinen und mittelständischen Unternehmen das „Praktikermodell“ bewährt. Danach werden als Grundlage für die Bewertung die Ist-Zahlen in Form der Jahresabschlüsse der letzten zwei bis drei Jahre herangezogen und – unter Berücksichtigung aktueller Entwicklungen auf den Märkten und bei den Kunden – daraus die notwendige Gewinnprognose ermittelt. Es wird damit unterstellt, dass sich – mit Abstrichen – die jüngere Vergangenheit in der Zukunft fortsetzen wird.

### Prüfung und Bereinigung der Vergangenheitswerte

Wichtig ist es dabei, dass Vergangenheitswerte aus der Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung nicht unbeesehen übernommen werden. Für die Bewertung ist es notwendig, dass Position für Position analysiert und kritisch hinterfragt wird. Die Prüfung ist unter folgenden Gesichtspunkten durchzuführen:

- Entspricht der Wertansatz (Bilanzansatz, Aufwands- oder Ertragsposition) den realen Gegebenheiten bzw. inwieweit bleibt der Wertansatz auch nach einem Verkauf bzw. einer Übernahme erhalten?

Sind alle Bilanz-, Aufwands- und Ertragspositionen im Zahlenwerk enthalten bzw. sind Positionen überhöht bzw. überbewertet oder zu niedrig angesetzt/unterbewertet?

## 2. Der Basiszinssatz

Der entscheidende Ansatz bei der Ertragswertmethode ist die Abzinsung der zukünftig zu erwartenden Gewinne auf den Stichtag des Übergangs nach dem Prinzip der ewigen Rente. Demgemäß ist die Klärung der Frage nach dem „richtigen“ Basiszinssatz von zentraler Bedeutung. Fachliteratur und Bewertungspraxis sind sich weitgehend einig, dass der Basiszinssatz für Diskontierungszwecke aus der Marktrendite risikoarmer (Staats-) Anleihen abgeleitet wird. In der Bewertungspraxis hat sich bewährt, den Basiszinssatz aus den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank bzw. der Europäischen Zentralbank zu entnehmen.

Der Basiszinssatz ist für die Höhe des zu bestimmenden Unternehmenswertes von entscheidender Bedeutung.

## 3. Der Risikofaktor

Mit dem Risikofaktor oder Risikozuschlag zum Basiszinssatz versucht man in der Bewertungspraxis dem Umstand Rechnung zu tragen, dass es in der Entwicklung eines Unternehmens bzw. in der Entwicklung der Überschüsse/Gewinne zu Ungleichgewichten kommen kann. Die richtige Bemessung des Zuschlagsatzes ist schwierig und setzt hohe Sachkenntnis in Bezug auf das zu bewertende Unternehmen, die Branche und die Marktentwicklung voraus. In der Bewertungspraxis liegt das Feld zwischen 2 %- und 6 %-Punkten.

## Beurteilung der Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode beurteilt nicht die Vergangenheit, sondern die Zukunft in Form von voraussichtlich zu erreichenden Überschüssen oder Gewinnen. Diese Überschüsse werden abgezinst und ergeben den Barwert bzw. den Unternehmenswert. Insofern ist diese Methode grundsätzlich betrachtet ein faires Verfahren für Käufer und Verkäufer. Der Käufer bezahlt einen Wert, den er bei umsichtiger Führung des Unternehmens in angemessener Frist erwirtschaften kann. Dabei hat er die Chance, diesen prognostizierten Wert durch Einsparungen, Synergien und erfolgreiches unternehmerisches Handeln zu steigern. Der Verkäufer erhält im Gegenzug den Barwert dieser Erfolge, also den Wert, den er voraussichtlich in der Zukunft bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet hätte.

Die Problematik der Ertragswertmethode steckt wie so oft im Detail, nämlich

- in der Prognose zukünftiger Gewinne,
- im Basiszinssatz und
- im Risikofaktor.

Diese drei Faktoren beeinflussen das Ergebnis der Bewertung maßgeblich. Insofern hängt sehr viel von der Sachkenntnis und der Professionalität des Bewerter ab, ob tatsächlich ein (weitgehend) objektiver Unternehmenswert ermittelt wird, das Instrumentarium dafür ist jedenfalls bei diesem Bewertungsverfahren vorhanden.

<b>Ertragswertmethode</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Berücksichtigung der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens	Möglichkeit der verzerrten Darstellung im Rahmen der Analyse bzw. Bereinigung
Im Rahmen der Bewertung findet auch eine Analyse des zu bewertenden Unternehmens statt.	Keine Klarheit über die Höhe bzw. Quelle des anzuwendenden Diskontierungssatzes
Die Ertragswertmethode ist in Deutschland ein anerkanntes Verfahren.	Großer Spielraum beim Ansatz des Risikofaktors

## Discounted Cash Flow (DCF)

Die Discounted-Cash-Flow-Methode ist eine Abwandlung der Ertragswertmethode. Im Unterschied zum Ertragswertverfahren steht hier nicht der Jahresüberschuss, sondern der Cash Flow im Zentrum der Betrachtung.

In der Literatur wird eine Vielzahl von DCF-Verfahren beschrieben. Im Wesentlichen sind dabei zwei Verfahren zu nennen

- Brutto-Ansatz oder Entity-Approach
- Netto-Ansatz oder Equity-Approach

### *In drei Schritten zum Entity-Approach*

- Im ersten Schritt müssen die sogenannten „Free Cash Flows“ des zu bewertenden Unternehmens geschätzt werden.
- Im zweiten Schritt werden die Free Cash Flows kapitalisiert und man erhält im Ergebnis den Wert des – unverschuldeten – Unternehmens.
- Im dritten Schritt wird das bewertete Fremdkapital vom kapitalisierten Free Cash Flow abgezogen und man erhält damit den Eigenkapitalwert als Unternehmenswert.

### *Der Ablauf beim Equity-Approach*

Beim Netto-Ansatz werden nur die Einzahlungsüberschüsse für die Bewertung berücksichtigt, die den Eigenkapitalgebern tatsächlich zustehen. Der später für die Diskontierung zur Verfügung stehende Free Cash Flow wird um die Fremdkapitalzinsen und ggf. die Unternehmenssteuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen bereinigt. Der sich daraus ergebende Free Cash Flow wird diskontiert und stellt dann den (angeblichen) Marktwert des Unternehmens dar. Da ja bereits im Vorfeld die Fremdkapitalzinsen abgezogen wurden, ist eine Bereinigung um das Fremdkapital nicht mehr erforderlich.

## Beurteilung der DCF-Verfahren

Grundsätzlich ist der Cash Flow eine Größe, die international anerkannt, gebräuchlich und auch über die einzelnen länderspezifischen Jahresabschlussverfahren hinweg vergleichbar ist. Insofern stehen die DCF-Verfahren den Ertragswertverfahren (auf denen sie ja auch aufbauen) sicherlich in nichts nach.

Für die Anwendung der DCF-Verfahren bedarf es allerdings der Vorlage einer sehr detaillierten Datenbasis, die bei kleinen und mittleren Unternehmen in der Regel nicht vorliegt bzw. erst aufwendig erarbeitet werden muss. Deshalb findet die Discounted-Cash-Flow-Methode meist nur bei der Bewertung großer bzw. börsennotierter Unternehmen Anwendung.

<b>Discounted-Cash-Flow-Verfahren</b>	
<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Cash Flows sind unabhängig von der Form der Rechnungslegung und damit international vergleichbar	Die Prognose der so genannten Free Cash Flows ist komplex und erfordert das Vorhandensein einer exakten Daten-

	basis und Planung
Die DCF-Verfahren sind international anerkannt, wenngleich in Deutschland dem Ertragswertverfahren der Vorzug gegeben wird	Bei der Netto-Methode müssen zukünftige Veränderungen beim Fremdkapital bekannt sein.
Die DCF-Verfahren verfügen über weniger Gestaltungsspielraum bei der Bewertung und sind daher von hoher Objektivität	Die DCF-Verfahren sind relativ aufwendig und deshalb bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen kaum durchführbar.

## Bewertung und Bewertungskompetenz

Wenn sich ein Unternehmer dazu entschlossen hat, sein Unternehmen (aus welchen Gründen auch immer) bewerten zu lassen, steht er vor der Frage, wer diese nicht ganz einfache Arbeit durchführen kann. Denn eine Bewertung verursacht Arbeitsaufwand und Kosten und beides ist nur dann gerechtfertigt, wenn der ermittelte Wert realistisch ist und den Marktgegebenheiten entspricht. Gefälligkeitsgutachten nützen niemanden. Auch die von manchen Verlagen als CD-ROM angebotenen Bewertungsvorlagen sind häufig wenig hilfreich.

## Wer kann Bewertungen durchführen?

Bewertungsaufträge sollten nur an Fachleute vergeben werden, die über eine entsprechende fachliche Ausbildung und Kompetenz verfügen. Der einfachste und schnellste Weg, um an einen kompetenten Bewerter zu kommen ist, den Steuerberater zu fragen. Manche Steuerberater führen selbst Bewertungen durch oder haben Kontakte zu Spezialisten, mit denen sie in solchen Fällen zusammenarbeiten. Wenn dieser Weg nicht möglich ist, empfiehlt sich der Kontakt zur zuständigen Kammer oder den Landesvertretungen bzw. Branchenverbänden, die mit konkreten Adressen und Tipps dienen können.

## Die Auswahl des Bewerter

Wenn der Kontakt zu einem oder mehreren fachlich kompetenten Bewertungsspezialisten hergestellt ist, sollte man sich die Zeit nehmen, und sich von den Damen bzw. Herren die Vorgehensweise und das Bewertungsverfahren erläutern lassen. Profis haben in der Regel ein durchgängiges System mit Checklisten und Informationsanforderungen, die sie bereits beim ersten Gespräch vorlegen und können dem künftigen Auftraggeber kompetent Rede und Antwort stehen. Bewertungs-Amateure werden selten konkret und können häufig nicht ohne weiteres ihre Vorgehensweise erläutern.

## Kosten der Bewertung

Es empfiehlt sich Festpreisangebote einzuholen. Professionelle Bewerter können den Arbeitsaufwand in der Regel gut einschätzen und sind deshalb auch in der Lage einen Festpreis zu kalkulieren. Die Kosten einer Bewertung liegen – je nach Größe und Struktur des zu bewertenden Unternehmens – im Bereich von 5.000 Euro bis 10.000 Euro. Wenn im Rahmen der Bewertung auch ein Verkaufsexposé erarbeitet werden soll, in dem das Unternehmen dargestellt wird, liegen die Kosten entsprechend höher.

## Begriffe Unternehmensbewertung – Unternehmenszu-/verkauf

In den letzten Jahren hat sich im Rahmen der Internationalisierung des M&A-Geschäfts eine eigenständige Terminologie ergeben, die den Vorteil hat, dass die betreffenden Profis im M&A-Geschäft wissen, worüber sie reden. Auf der anderen Seite ist die um eine Vielzahl von Anglizismen angereicherte Terminologie für viele Pseudo-Profis Schutzschild, bei der fachliche Defizite durch eingängige Floskeln ersetzt werden. Im Folgenden werden – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – die wichtigsten Ausdrücke erläutert:

<b>Begriff</b>	<b>Erläuterung</b>
Asset Deal	Übernahme eines Unternehmens durch Erwerb der einzelnen Wirtschaftsgüter und Vermögenswerte (im Gegensatz zum Share Deal, dem Anteilskauf). Neben steuerlichen Vorteilen für den Erwerber ist der Asset Deal wesentlich unkomplizierter zu handhaben, als ein Anteils-Kauf (Share Deal). Auch lassen sich Risiken vermeiden, die mit der Übernahme einer Kapitalgesellschaft einhergehen vermeiden. Allerdings lässt sich auch durch einen <i>Asset Deal</i> zum Beispiel ein Betriebsübergang § 613a BGB - s.u.) nicht vermeiden.
Barwert	Als Barwert oder Gegenstandswert wird der abgezinste Wert eines zukünftig zu erwartenden Geldbetrages bezeichnet. Wesentlich für die Ermittlung sind der Kapitalisierungszinssatz und der Faktor Zeit.
Basiszinssatz (Kapitalisierungszinssatz)	Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist vom aktuellen Zinssatz für (quasi-)risikofreie Anlagen auszugehen. Als Grundlage werden meist die Zinssätze langfristiger öffentlicher Anleihen herangezogen (siehe hierzu auch Risikozuschlag).
Betriebsübergang	Vom Betriebsübergang gem. § 613a BGB spricht man, wenn ein Betrieb oder Betriebsteil durch Rechtsgeschäft von einem anderen Inhaber erworben wird. Dadurch tritt der neue Erwerber automatisch in die Rechte und Pflichten aller zum Zeitpunkt des Übergangs bestehenden Arbeitsverhältnisse ein. Diese Regelung ist zwingend und kann nicht per Vertrag zwischen Käufer und Verkäufer außer Kraft gesetzt werden.
Due Diligence	Damit bezeichnet man die Prüfung der Bücher und Unternehmenszahlen sowie der steuerlichen und rechtlichen Verhältnisse im Rahmen eines Unternehmensverkaufs durch den zukünftigen Käufer. Mit der Due Diligence sollen mögliche Risiken, welche die zukünftige Geschäftstätigkeit beeinflussen, erkannt und möglichst durch eine entsprechende vertragliche Gestaltung ausgeschlossen werden.
EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)	Grundlage für das EBIT ist der Jahresüberschuss, der um Steuern und Zinsen bereinigt wird. Ziel ist es, die Ertragskraft des operativen Geschäfts zu ermitteln.
EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)	Beim EBITDA wird der Jahresüberschuss um Zinsen, Steuern und Abschreibungen bereinigt.
Equity	Equity ist der englische Begriff für Eigenkapital. Entsprechend verstehen sich die Private-Equity-Gesellschaften als „private Eigenkapitalgeber“ für Unternehmen.
Letter of Intent (LOI)	Der Letter of Intent ist eine (schriftliche) Absichtserklärung des Interessenten gegenüber dem Verkäufer und dient vorwiegend als vertrauensbildende Maßnahme. Meist können aus dem Letter nach deutschem Recht keine einklagbaren Ansprüche auf eine Übernahme durch den Interessenten abgeleitet werden.
Management Buy-In (MBI)	Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management (Gegenteil von Management Buy-Out)

Management Buy-Out (MBO)	Übernahme eines Unternehmens durch das eigene Management (Gegenteil von Management Buy-In)
Merger & Acquisition	bedeutet Verschmelzung (merge = verschmelzen) und Übernahme (acquisition = Anschaffung, Übernahme) Merger & Acquisition (oder nur M & A) ist auch Sammelbegriff für den Markt von Unternehmenskäufen und –verkäufen.
Mezzanine	Das Mezzanin ist ein Halb- oder Zwischengeschoss eines mehrstöckigen Gebäudes. Im Finanzierungsgeschäft bezeichnet man damit Finanzierungsmittel, die bestehende „Lücken“ zwischen Fremd- und Eigenkapital durch beispielsweise stille Beteiligungen, nachrangige Darlehen etc. auffüllen.
Non-Disclosure Agreement (NDA)	Die durch einen potenziellen Käufer abgegebene Vertraulichkeitserklärung.
Private Equity	Oberbegriff für alle Eigenkapital-Beteiligungsformen.
Risikozuschlag	Der Kapitalisierungszinssatz wird um einen Risikozuschlag erhöht, der das Unternehmensrisiko des zu bewertenden Unternehmens angemessen berücksichtigt.
Share Deal	Unter dem Begriff Share Deal versteht man eine Firmenübernahme durch Erwerb der Gesellschaftsanteile (Gegenstück zum Asset Deal). Beim Share Deal gehen im Gegensatz zum Asset Deal nicht die einzelnen Vermögensteile und/oder Verbindlichkeiten an den Käufer über, sondern es handelt sich lediglich um einen „Austausch“ auf der Gesellschafterseite, vergleichbar mit dem Erwerb von börsennotierten Aktien.
Spin-Off	Ausgliederung eines Unternehmensteils oder einer Abteilung aus einem Unternehmen.
Virtual Dataroom	Die für die Prüfung eines Unternehmenskaufs notwendigen Unterlagen werden gesammelt und in einem virtuellen Datenraum verschiedenen Kaufinteressenten zugänglich gemacht.

## Zusammenfassung

Die marktfähige Bewertung eines Unternehmens erfordert viel Sachverstand und Umsicht. Insofern sollte man sich für die Auswahl des Bewerter viel Zeit nehmen und einen Bewertungsfachmann bevorzugen, der auch über die nötigen Branchenkenntnisse verfügt.

Jede Bewertung – auch wenn sie von einem Branchenkenner erstellt wurde – kann nur einen Annäherungswert schaffen. Eine objektive und allein gültige Bewertung bzw. Unternehmenswert gibt es nicht. Ein Unternehmen ist am Ende immer exakt soviel wert, wie der am meisten bietende Interessent dafür zu zahlen bereit ist. Nichts desto weniger ist eine realistische, die Marktbedingungen berücksichtigende Bewertung im Falle eines Verkaufs eine wesentliche Hilfestellung und Ausgangslage für Verhandlungen.

Selbst wenn ein Unternehmer nicht plant, sein Unternehmen zu veräußern, ist es zweifellos notwendig, seinen wesentlichen Vermögenswert in Abständen einer Beurteilung zu unterziehen. Für jeden Anleger ist es selbstverständlich, das Wertpapierdepot bewerten zu lassen – nur für viele Unternehmen gilt diese Regel häufig nicht.

Bewertungen sollten nur Fachleute durchführen. Ansprechpartner hierfür ist der Steuerberater oder die Kammern und Verbände.

Auch wenn es kein objektives oder allein-ogültiges Verfahren zur Bewertung von Unternehmen gibt, sollte man dennoch ein Bewertungsverfahren wählen, das diesem Anspruch möglichst nahe kommt. In diesem Fall bleiben nur die Bewertungsverfahren übrig, die die Zukunft im Visier haben, also im Wesentlichen die Ertragswertmethode und die DCF-Verfahren.