

Unternehmenswertermittlung für den Verkauf – Erläuterung von Ertragswert und Substanzwert–

von Diplom-Betriebswirt Bernd Rüegg

Die Unternehmensbewertung, d.h. die Ermittlung eines marktüblichen Preises für eine Firma, kennt im Grundsatz zwei völlig unterschiedlich Verfahren, die als Substanzwert und Ertragswert einer Firma bezeichnet werden. Beide Werte werden hierbei jeweils völlig selbstständig ermittelt.

Der Substanzwert einer Firma ist vereinfacht der Gesamtwert der körperlich vorhandenen Wertgegenstände, die die Firma betriebsüblich zur Verfolgung des Unternehmensinhaltes einsetzt, d.h. z.B. Betriebsimmobilien, Maschinen und Anlagen, Betriebsausstattung, Software, Roh- und Betriebsstoffe, Fertigwaren, Forderungen usw. Die hierfür in der Bilanz rein steuerlich ermittelten Werte, sind hierbei durch marktübliche Werte zu ersetzen, da die (rein steuerlich gebildeten) Bilanzwerte oft nicht den realen Marktwerten entsprechen.

Von diesem Gesamtwert sind die zahlungsrelevanten Verbindlichkeiten der Firma abzuziehen, aber nur dann, wenn diese vom Firmenkäufer im Zuge des Kaufes ganz oder teilweise vom Verkäufer (ablösend) übernommen werden.

Der somit ermittelte Wert ist der Substanzwert einer Firma.

Der Ertragswert einer Firma bemisst sich alleine nach der Fähigkeit des Unternehmens für den zukünftigen Inhaber Geld zu verdienen, d.h. der Höhe der erzielten Betriebsgewinne.

Die Ertragswertberechnung wird für die zukünftig wahrscheinlichen Betriebsgewinne ermittelt, die dem Inhaber, als Gewinnausschüttung, nach betrieblicher und privater Versteuerung zufließen können, dem sogenannten Inhaber-Cash-Flow.

Zu diesem Zweck sind Planungsrechnungen für die zukünftige Unternehmensentwicklung und damit die zukünftigen Unternehmensgewinne unerlässlich, nach dem Motto: Ich (als Investor bzw. neuer Inhaber) kaufe eine Firma für X00.000 € und erwarte das sich diese Investition sich mit z.B. X.0% pro Jahr in der Zukunft verzinst, als bereits beschriebener Inhaber-Cash-Flow.

Der somit ermittelte Wert ist (nach Diskontierung) der Ertragswert einer Firma.

Diese Berechnungen sind im Ansatz nicht unproblematisch, da sich zukünftige Unternehmensgewinne niemals ganz zweifelsfrei prognostizieren lassen, dennoch sind diese Betrachtungen unabwendbar notwendig, da der abschätzbare Ertragswert, im Falle eines Unternehmensverkaufes, deutlich wichtiger ist als der mit deutliche höherer Treffsicherheit zu ermittelnde Substanzwert.

Auch Banken fokussieren alleine den Ertragswert, wenn sie über eine Kreditvergabe an einen Unternehmenskäufer entscheiden, deren Kreditsumme höher ist als der banktechnische Substanzwert (i.e. die Sicherheiten).

Eine Firma, die z.B. 1.0 Mio. € an Substanzwert hat und einen nachvollziehbaren Ertragswert von 200.000 € p.a. (als Inhaber-Cash-Flow) erzielt, ist damit sicher für den Käufer ein im Grundsatz lohnendes Investment. Bei einem angenommenen Kaufpreis von 1.0 Mio. € beträgt die Bruttoverzinsung des Kaufpreises hier ca. 10% (nach Diskontierung).

Eine Firma, die z.B. 1.0 Mio. € an Substanzwert hat und einen nachvollziehbaren Ertragswert von nur 100.000 € p.a. (als Inhaber-Cash-Flow) erzielt, ist damit sicher für den Käufer kein

im Grundsatz lohnendes Investment. Bei einem angenommenen Kaufpreis von 1.0 Mio. € beträgt die Bruttoverzinsung des Kaufpreises hier nur ca. 5% (nach Diskontierung).

Für nur 5% Bruttoverzinsung des Kaufpreises wird kein betriebswirtschaftlich sinnvoll handelnder Investor (als Unternehmer) eine Firma kaufen, da er sein Geld auch anderweitig für diesen Zinssatz anlegen kann, z.B. in langfristig, festverzinslichen Wertpapieren mit AAA oder AA-Ratings.

Das Risiko eine Firma zu kaufen und hieraus langfristig auch einen Inhaber-Cash-Flow zu erwirtschaften, wird hierbei eben deutlich schlechter beurteilt, als die der Kauf langfristig, festverzinslichen Wertpapieren mit AAA oder AA-Ratings.

Die „rein statische“ Ausfallwahrscheinlichkeit (d.h. keine Rückzahlung des Kapitals bzw. Zahlung der jährlichen Zinsen) eines langfristig, festverzinslichen Wertpapiers mit AAA oder AA-Ratings beträgt über 20 Jahre nur ca. 0.5%.

Die „rein statische“ Ausfallwahrscheinlichkeit (d.h. Pleite, schlechte Geschäftsentwicklung, keine Gewinne usw.) eines kleinere oder mittelständischen Unternehmens, mit hoher Bindung an den Inhaber selbst, beträgt binnen 20 Jahren sicher deutlich über ca. 0.5%.

Bereits die typische Quote der Unternehmensinsolvenzen (2000 – 2004) beträgt über 1% aller registrierten Firmen in Deutschland p.a.. Die typische Quote aller Unternehmen „denen es sehr schlecht, schlecht oder gerade-Nase-über-Wasser“ geht, liegt wohl bei XX% aller registrierten Firmen in Deutschland p.a.

Die vorgenannte Firma mit Ertragswert von nur 100.000 € p.a. (als Inhaber-Cash-Flow) kann damit „marktgerecht“ nicht für 1.0 Mio. € verkauft werden. Bei einem Kaufpreis von 500.000 € wäre Sie ggf. für den Käufer, ein im Grundsatz lohnendes Investment. Bei einem angenommenen Kaufpreis von 500.000 € beträgt jetzt die Bruttoverzinsung des Kaufpreises auch hier ca. 10% (nach Diskontierung).

Unternehmenswert bzw. Unternehmenspreis sind damit fast ausschließlich durch den Ertragswert definiert. Der Ertragswert legt, aus Sicht des Käufers, die Höhe der Kaufsumme (als Grenzkaufpreis) fest, die einem bestimmten Inhaber-Cash-Flow bei einer marktüblichen Verzinsung gegenüberstehen.

Der Substanzwert bildet im Rahmen einer sachgerechten Unternehmensbewertung nur einen Hilfswert.

Der Substanzwert (bzw. die Unternehmenssubstanz) d.h. z.B. Betriebsimmobilien, Maschinen und Anlagen, Betriebsausstattung, Software, Roh- und Betriebsstoffe, Fertigwaren, Forderungen usw. wird somit nur dahingehend geprüft, ob diese „geschäftlich- und branchenüblich“ vorhanden und dimensioniert ist.

Über-dimensioniertes, also nicht zwingend „geschäftlich- und branchenübliches“ Vermögen wird hierbei als verkäuflich angesehen (Annahme > Verkauf an Dritte mit marktüblichen Verkaufspreisen). Diese Verkaufserlöse erhöhen also i.d.R. einmalig den Ertragswert.

Unter-dimensioniertes, aber zwingend „geschäftlich- und branchenübliches“ Vermögen (z.B. bei vergangenheitlichem Investitionsstau oder zukünftig zwingend notwendigen, erheblichen Investitionen) wird hierbei als kaufnotwendig angesehen. Diese Kosten reduzieren also i.d.R. einmalig den Ertragswert.

Autor

Diplom-Betriebswirt Bernd Rüegg (CMC – BDU)
M+A Rüegg Mittelstandsberatung GmbH (BDU)
Geschäftssitz: D-63599 Biebergemünd, Im Streitfeld 1
Kontakt Tel. 06050 – 3377 Fax. 06050 – 3174
Mail: concess-rhein-main@t-online.de
Internet: www.concess-rhein-main.de
www.unternehmensbewertung-rhein-main.de
www.wirtschafts-mediation-rhein-main.de