



## UNTERNEHMENSVERKAUF IN DER KRISE

Teil 1: Unternehmensbewertung

*Lesedauer: 7 Minuten*

**Bei M&A-Transaktionen ist sie einer der kompliziertesten Teile: die Unternehmensbewertung. Gleichzeitig ist sie zur Kaufpreisfindung essentiell. Je weiter die Vorstellungen von Käufer und Verkäufer voneinander abweichen, desto schwieriger wird es, sich auf einen angemessenen Preis zu einigen. Die Coronakrise hat hier zu weiteren Unsicherheiten geführt, da langfristige Auswirkungen auf die Wertentwicklung von Unternehmen kaum absehbar sind.**

Preis und Wert werden im alltäglichen Sprachgebrauch oft synonym verwendet. Die Begriffe sind aber insbesondere im Kontext von M&A-Transaktionen strikt voneinander abzugrenzen. Den Wert ermittelt jede Partei für sich, wohingegen der Preis das objektive Faktum ist, das sich aus Angebot und Nachfrage und gemäß den verschiedenen Bewertungen ableitet. Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung ist eine Analyse des Zielunternehmens. Die hierbei gewonnenen Informationen werden im Wertfindungsprozess verarbeitet. Grundlage sind die jüngsten Bilanzkennzahlen sowie der vom Verkäufer erstellte Business Plan. Auf dieser Grundlage ermitteln dann Verkäufer und Käufer unabhängig voneinander einen Unternehmenswert. Dabei werden unterschiedliche Methoden angewendet. Grundsätzlich ist zwischen drei Bewertungsansätzen zu unterscheiden:

- ▶ Verfahren, die an den einzelnen Vermögensgegenständen abzüglich der Verbindlichkeiten ansetzen (z. B. Substanzwertverfahren),
- ▶ Zukunftserfolgsverfahren (z. B. DCF-Verfahren), bei denen der Barwert der zukünftigen Gewinne ermittelt wird,
- ▶ Vergleichsverfahren (z. B. Multiplikatorenverfahren), die einen Unternehmenswert aus vergleichbaren Unternehmen herleiten.

Der ermittelte Wert stellt den parteispezifischen Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value) da. Damit mit der größtmöglichen Wahrscheinlichkeit ein positiver wirtschaftlicher Effekt aus der Transaktion gezogen werden kann, muss der Enterprise Value möglichst akkurat sein. Dies wird gesichert, indem mehrere verschiedene Bewertungsmethoden angewendet werden. Der Enterprise Value bildet die Grundlage für die Kaufpreisbestimmung der Parteien.

*»Die Coronakrise hat den Prozess der Unternehmensbewertung weiter erschwert, aber auch in Pandemiezeiten lohnt sich ein Blick auf die etablierten Bewertungsansätze.«*

---

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind. [Wealth Management Unternehmer](#)



Von Dennis Hummelmeier, Leiter des Kompetenzzentrums Unternehmer, Berenberg

Sie haben Fragen?  
Kontaktieren Sie uns gern:  
[Kompetenz\\_Unternehmer@berenberg.de](mailto:Kompetenz_Unternehmer@berenberg.de)

- ▶ **Unternehmer**  
Stiftungen  
Family Offices



### Substanzwertverfahren

Erfolgt die Bewertung des Unternehmens über dessen Substanz, wird eine Einzelbewertung vorgenommen. Alle Assets im Eigentum des Unternehmens werden unter Berücksichtigung von Abschreibungen auf den Anschaffungswert bewertet. Der kumulierte Wert aller Assets abzüglich aller Finanzverbindlichkeiten ergibt den Unternehmenswert. Es wird also der Wert ermittelt, der aufzuwenden wäre, wenn das Unternehmen auf der grünen Wiese wiedererrichtet werden würde. Oft wird der Substanzwert für den Käufer die Preisobergrenze darstellen, da er nicht bereit sein wird, mehr zu zahlen, als es ihn kosten würde, eine vergleichbare Unternehmenssubstanz aufzubauen.

### Discounted Cashflow-Verfahren

Das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) ist ein Verfahren, das wie das Ertragswertverfahren zur Bewertung des Unternehmens auf die zukünftigen Gewinne des Unternehmens abstellt. Das DCF-Verfahren misst nicht das zukünftige EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), sondern den Barwert der zukünftigen Zahlungsüberschüsse, die den Eigen- oder Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen (sog. Free Cashflows). Die Free Cashflows werden in der Regel auf der Grundlage der Zahlen der Plan-GuV, einer Planbilanz und einer Planinvestitions- und Planfinanzierungsrechnung ermittelt. Hieraus lässt sich das EBIT ableiten. Durch Berücksichtigung von Steuern, evtl. gebildeten Rücklagen, bei denen kein Geld abfließt, und nicht zahlungswirksamen Abschreibungen ergibt sich der geplante Brutto-Cashflow. Da auch in der Zukunft Investitionen getätigt werden und sich die weitere Unternehmensentwicklung auch im Nettoumlaufvermögen bemerkbar machen wird (Umsatzsteigerung geht in der Regel einher mit größerem Forderungsbestand und Lieferverbindlichkeiten), ist auch dies zu berücksichtigen. Übrig bleiben die Free Cashflows. Diese werden mit dem WACC (Weighted Average Cost of Capital) diskontiert, woraus sich der Barwert der Free Cashflows ergibt. Dieser Barwert wird für die Cashflows über eine gewisse Zeitperiode ermittelt. Durch Addition der Barwerte erhält man den Enterprise Value.

### Multiplikatorenverfahren

Bei diesem Verfahren wird der Unternehmenswert aus der Börsenbewertung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder der Bewertung vergleichbarer Unternehmen im Rahmen von M&A-Transaktionen hergeleitet. Dies wird mithilfe eines Multiplikators erreicht. Dieser wird wiederum ermittelt, indem ähnliche Finanzkennzahlen, wie z. B. das EBIT oder EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), in ein Verhältnis zum Unternehmenswert des Vergleichsunternehmens gesetzt werden. Die entsprechende Finanzkennzahl des Targets, multipliziert mit dem Multiplikator, ergibt den Enterprise Value. Da dieses Verfahren auf dem Gedanken beruht, dass gleiche Güter den gleichen Preis erzielen, sollte das Vergleichsunternehmen dem eigenen möglichst ähnlich sein. Bei der Gruppe der Unternehmen, die zur Bewertung als Vergleich herangezogen werden (Peer Group), handelt es sich daher meist um direkte Wettbewerber.



### Die Herausforderung der Coronakrise

Die COVID-19-Pandemie hat negative Auswirkungen auf das Geschäft der meisten Unternehmen. Allgemeine Unsicherheit über Faktoren wie Firmen und Marktentwicklung sowie das Wegbrechen von Umsätzen und Erträgen, die die Grundlage der Unternehmensbewertung bilden, erschweren es, ein adäquates Bild der nachhaltigen Profitabilität des Targets zu zeichnen. Anpassungen der GuV-, Bilanz- und Cashflow-Positionen sollten genutzt werden, um die Auswirkungen der Pandemie möglichst genau abzuschätzen. Hier sollten die Vor- und Nachteile der spezifischen Bewertungsansätze berücksichtigt werden. Während das Substanzwertverfahren wohl weniger schockanfällig ist und sich tendenziell zu hoher Preis ergibt, können DCF- und Multiplikatorenverfahren aufgrund geringerer Cashflows und unternehmensspezifischen überdurchschnittlich negativen Entwicklungen in der Peer Group zu einer nicht gerechtfertigten Unterbewertung führen.

### Fazit

Bei der Unternehmensbewertung gibt es drei zentrale Ansätze, denen jeweils andere Daten zugrunde liegen. Meist werden mehrere Verfahren zusammen angewandt, um eine möglichst präzise Bewertung zu erzielen. Egal welcher Bewertungsansatz gewählt wird, die Coronakrise erschwert den Bewertungsprozess immens. Durch Anpassungen der Datengrundlage und bewusste Auswahl der Bewertungsansätze mit Rücksicht auf ihre spezifischen Charakteristika sollte dennoch versucht werden, ein möglichst genaues Bild von der Wertentwicklung zu zeichnen.



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

## Literatur

*Ettinger, Jochen / Jaques, Henning* (Hrsg.): Beck'sches Handbuch Unternehmenskauf im Mittelstand, 2. Aufl., München 2017.

*Holzappel, Hans-Joachim / Pöllath Reinhard* (Begr.): Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 15. Aufl., Köln 2017.

*Meyer-Sparenberg, Wolfgang / Jäckle Christof* (Hrsg.): Beck'sches M&A-Handbuch, München 2017.

*Petersen, Karl / Zwirner, Christian* (Hrsg.): Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., München 2017.

*Böhm, Oliver / Linn, Holger*: Unternehmensbewertung in Zeiten von Corona, in: Die Unternehmervertrauten, 10/2020.



Sie möchten regelmäßig über die Themen Ihres Kompetenzzentrums informiert werden oder interessieren sich für weitere Publikationen von Berenberg?  
Einfach den QR-Code mit Ihrem Smartphone lesen oder anmelden unter: [www.newsletter.berenberg.de](http://www.newsletter.berenberg.de)

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG.

Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen.

Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)