



Prof. Dr. Gunter Löffler  
Institut für Finanzwirtschaft

## Bewertung von Arztpraxen

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Lernziele

Sie

- kennen bewertungsrelevante Faktoren
- haben eine Bewertungsmethode kennen gelernt
- können Bewertungsgutachten nachvollziehen / kritisch betrachten

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Einige wichtige Begriffe vorab

Liquidationswert

- Was würde man beim Einzelverkauf aller Einrichtungsgegenstände erzielen?

Substanzwert

- Kosten der Einrichtung einer vergleichbaren Praxis

Ideeller Wert / Goodwill / immaterieller Wert

- Wert des Patientenstamms, der Mitarbeiterbindung und anderer immaterieller Wertbestandteile

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Was kann Bewertung sein – was nicht?

- Nachvollziehbar: möglich durch Dokumentation und Begründung der Bewertungsschritte
- Objektiv? - den e i n e n, objektiven Wert gibt es nicht
- Subjektiv: schwer vermeidbar
  - weil Prognosen angestellt werden müssen (sollten aber nachvollziehbar sein).
  - weil Wert je nach Käufer (viele inhaberbezogene Werttreiber) unterschiedlich sein kann
- Guter Anhaltspunkt: falls sinnvolle und repräsentative Annahmen getroffen wurden
- Gleich dem späteren Kaufpreis? - Bewertung wird meist nur Anhaltspunkt sein

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Praxisbewertung nach der Ertragswertmethode

- Prinzip: Der Wert einer Praxis ist gleich dem heutigen Wert aller Erträge, die man mit der Praxis in der Zukunft erzielen kann
- Mit den Begriffen der Finanzwirtschaft formuliert: Praxiswert ist Barwert aller zukünftigen Überschüsse
- Wir beginnen zunächst mit folgenden Fragen
  - Was ist ein Barwert und wie errechnet man ihn?
  - Was sind die Überschüsse in diesem Zusammenhang?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Barwert

Der Barwert einer Zahlung (z.B. „Sie bekommen €1000 in einem Jahr“) ist

- was Sie heute für die Abtretung der Zahlung bekommen würden
- was Sie heute für die Zusicherung der Zahlung bezahlen würden

Barwertberechnung  
Barwert einer Zahlung in t Jahren =  $Zahlung / (1 + \text{Zinssatz pro Jahr})^t$

Beispiel (Annahme: Kreditzins=Guthabenzins):

- Sie wissen, dass Sie in einem Jahr € 105 bekommen. Bei einem Zins  $i=5\%$  ist der Barwert  $€ 105 / (1+i) = € 100$

- Intuition: Niemand würde mehr als € 100 dafür zahlen, da man die Zahlung 105 billiger bekommen kann, indem man heute € 100 zur Bank trägt und mit  $i=5\%$  verzinsen lässt (gibt 105 in einem Jahr).

Für weniger als € 100 sollten Sie nicht verkaufen, da Sie stattdessen einen einjährigen Kredit über € 100 aufnehmen könnten. Den Kredit könnten Sie mit den € 105, die Sie in einem Jahr ja bekommen, samt Zinsen zurückzahlen.

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Barwert - Beispiel

Sie übernehmen eine Praxis. Für den Praxisbetrieb ist ein Gerät notwendig, das eine Lebensdauer von fünf Jahren hat. Danach muss es ersetzt werden (Preis = 5000 Euro).

Was ist vorteilhafter für Sie (gegeben dass der Preis für die Praxis derselbe ist)

- a) Das vorhandene Gerät wurde vom Praxisverkäufer gerade angeschafft.
- b) Das vorhandene Gerät ist 3 Jahre alt

Wie kann man diese Frage mit Hilfe der Barwertbetrachtung beantworten?

---

---

---

---

---

---

---

---

### Begrifflichkeit: Abzinsen bzw. diskontieren

Teilt man eine Zahlung, die man in  $n$  Jahren erhält, durch  $(1+i)^n$  um den Barwert zu ermitteln, so spricht man von *abzinsen* oder gleichbedeutend *diskontieren*.

---

---

---

---

---

---

---

---

### Was sind die „Überschüsse“, die im Ertragswertverfahren diskontiert werden

Wichtig zu wissen

- Generell: Überschuss, = Einnahmen<sub>t</sub> - Ausgaben<sub>t</sub>
- Nicht-finanzielle Vor- und Nachteile, die mit Erwerb verknüpft sind, müssen monetär quantifiziert werden. Bei Arztpraxen ist dies insbesondere der Nachteil, dass man als Betreiber nicht woanders Geld verdienen kann.  
=> Ansatz eines kalkulatorischen Arztlohns (üblich ist Facharztgehalt) als Ausgabe
- Abschreibungen (Absetzung für Abnutzung, Afa) sind für sich genommen keine Ausgaben. Abnutzung kann aber indirekt zu Ausgaben führen, wenn Geräte daraufhin ersetzt / repariert werden.
- Investitionen führen zu Ausgaben und sind daher anzusetzen

NB: Im Rahmen der Ertragswertmethode sind auch andere Bezeichnungen für Überschüsse üblich, z.B. „Erträge“, „Cash-Flows“ oder andere Bezeichnungen.

---

---

---

---

---

---

---

---

**Beispiel: was ist der Ertragswert eines Hauses, das Sie kaufen um darin zu wohnen**

Zu Erinnerung: Wert ist Barwert aller zukünftigen Überschüsse

- Ansatz Überschüsse für Haus
- man spart sich Miete für vergleichbares Haus (sei 12.000 pro Jahr)
- man trägt Reparaturkosten (seien 500 pro Jahr)
- man plant das Haus in 30 Jahren zu verkaufen (für 300.000)

Zins: sei 5%

$$\text{Barwert} = \frac{11500}{1,05} + \frac{11500}{1,05^2} + \dots + \frac{11500 + 300000}{1,05^{30}} = 246.196$$

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Beispiel für Fehler, wenn kalkulatorischer Arztlohn nicht angesetzt würde**

Beispiel: Aus einer Praxis können Sie Überschüsse von 20.000 pro Jahr erzielen (ohne Abzug eines Arztlohnes). Bei einem Zins von 5% und einer Betriebsdauer von 30 Jahren ist der Barwert 307.449.

Sollten Sie so viel für die Praxis bezahlen?

- Sie hätten nur 20.000 pro Jahr zum Leben!
- Wenn Sie als Arzt arbeiten würden, hätten Sie ein Gehalt (hoffentlich deutlich mehr als 20.000) + die 307.449!

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Behandlung von Abschreibungen bei der Überschussermittlung**

- Abschreibungen sind keine Ausgaben und daher nicht von den Einnahmen abzuziehen
- Investitionen/Neuanschaffungen/Reparaturen sind Ausgaben und daher von den Einnahmen auszuführen
- Zwischen Abschreibungen und Investitionen besteht ein – nicht unbedingt perfekter – Zusammenhang:
  - heutige Investitionen führen in Zukunft zu Abschreibungen
  - heutige Abschreibungen erfassen Wertverlust und geben daher Anhaltspunkt für zukünftige Investitionen
- Vielfach werden die Begriffe bei der Praxisbewertung unsauber gebraucht (man redet von „Abschreibungen“, die man abzieht, meint aber „Investitionen“, die man mit Hilfe der Abschreibungen geschätzt hat).
- Abschreibungen sind steuerlich relevant, weil sie den zu versteuernden Gewinn mindern. Wir machen hier Vorsteueranalysen, so dass wir die Abschreibungen an sich nicht brauchen.

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Bewertung – Beispiel**

Sie übernehmen einen Verleihdienst für Vertikutierer samt Kundenstamm. Pro Jahr kann man mit 50 Verleihungen rechnen. Der Preis pro Verleih ist 10 Euro. Der Zins ist Null. Pro Verleih haben Sie Verwaltungskosten von 2 Euro. Ihr Bewertungshorizont ist ein Jahr.

- a) Zum Verleihdienst gehört ein Vertikutierer, den sie mit dem Kaufpreis übernehmen. Er hält noch 50 Einsätze aus. Sein Wert muss im nächsten Jahr von 100 auf 0 abgeschrieben werden. Wie viel würden Sie für den Verleihdienst zahlen?
- b) Es ist kein Vertikutierer vorhanden. Sie können für 100 Euro einen Vertikutierer kaufen, der gerade noch 50 Einsätze aushält. Wie viel würden Sie für den Verleihdienst zahlen?
- c) Zum Verleihdienst gehört ein Vertikutierer, den sie mit dem Kaufpreis übernehmen. Er hält noch 150 Einsätze aus. Sein Wert muss laut Buchhaltung im nächsten Jahr von 300 auf 150 abgeschrieben werden. Nach 50 Einsätzen könnte man ihn für 200 verkaufen. Wie viel würden Sie für den Verleihdienst zahlen?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Kredite und Kreditzinsen**

- Wird ein Kredit aufgenommen, um Praxiseinrichtungen und -geräte zu finanzieren, werden die Zinsen als Kosten angesetzt
- Krediteinzahlungen werden mit den Ausgaben für Anschaffungen verrechnet

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

**Beispiel für Ermittlung der Überschüsse**

|                             |              |
|-----------------------------|--------------|
| <b>Betriebseinnahmen</b>    |              |
| Praxiseinnahmen             | 300000       |
| <b>Betriebsausgaben</b>     |              |
| Praxis und Laborbedarf      | 15000        |
| Personal                    | 110000       |
| Miete                       | 20000        |
| Beiträge und Versicherungen | 8000         |
| Büromaterial                | 5000         |
| Geräteanschaffungen         | 15000        |
| Kreditzinsen                | 2500         |
| kalkulatorischer Arztlohn   | 75000        |
| <b>Überschuss</b>           | <b>49500</b> |

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Mit welchem Zins wird der Barwert ermittelt?

- Generell gilt: Zins sollte gleich der Verzinsung sein, die Sie bei einer nach dem Risiko vergleichbaren Investition erzielen würden
- Würde man die Verzinsung von Staatsanleihen nehmen => impliziert dass Betreiben einer Arztpraxis genauso sicher ist wie eine Staatsanleihe
- Riskantere Investments (z.B. Aktien) erzielen oft höhere Rendite => Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen angemessen
- Angemessene Höhe des Risikoaufschlags: schwer zu bestimmen, 1 bis 2 Prozentpunkte sind üblich

Der für die Barwertberechnung verwendete Zinssatz wird Abzinsungssatz, Diskontierungszins oder Kapitalisierungszins genannt.

---

---

---

---

---

---

---

---

### Steuern

Zwei Möglichkeiten zur Behandlung von Steuern

- a) Komplette Vorsteuerbetrachtung
- b) Nachsteuerbetrachtung
  - Abzug von Steuern auf Praxisgewinn
  - Bei Ansatz des Zinses für die Barwertberechnung  
$$\text{Nachsteuer-Zins} = \text{Vorsteuerzins} \times (1 - \text{Steuersatz})$$
  - Bei Ansatz von kalkulatorischem Arztlohn

---

---

---

---

---

---

---

---

### Inflation

- Umsatz und andere Größen werden nominal prognostiziert, dass heißt in der Höhe, in der man sie in der Zukunft erwartet
  - ⇒ Wenn man für die Zukunft eine höhere Inflationsrate erwartet, werden die zukünftigen Größen höher ausfallen (keine explizite zusätzliche Anpassung erforderlich)
- Ist im Zinssatz implizit enthalten, so dass auch dort keine Anpassung erforderlich ist

---

---

---

---

---

---

---

---

### Bestimmungsfaktoren der Überschüsse

- Lage der Praxis
- Konkurrenzsituation
- Patientenstruktur
- Gebäude
- Beschaffenheit der Räumlichkeiten
- Medizintechnik
- Mobiliar
- EDV
- Mietbindung
- Einarbeitung durch den Abgeber
- ...

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Prognose der Überschüsse

- Oft dient vergangene Entwicklung der Praxis als Basis
- Relevante Änderungen (Gesundheitsreformen, Änderungen der Wettbewerbsstruktur ...) sollten berücksichtigt werden
- Sondereinflüsse sollten bereinigt werden (z.B. angestellte Familienmitglieder, teures Praxis-Kfz, nicht übernehmbare Einnahmequellen...)
- Höhere Gewichtung der näheren Vergangenheit kann sinnvoll sein

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Beispiel: Ableiten von Umsatzprognosen aus der Vergangenheit - Varianten

- 1) Durchschnittlichen Umsatz ermitteln und konstant fortschreiben. Möglichkeiten:
  - Einfacher Durchschnitt z.B. der letzten drei Jahre:  $U = (U_i + U_{i-1} + U_{i-2})/3$
  - Gewogener Durchschnitt:  $U = a_i U_i + a_{i-1} U_{i-1} + a_{i-2} U_{i-2}, \quad \sum_i a_i = 1$
- 2) Durchschnittlichen Umsatz ermitteln und mit Wachstumsraten fortschreiben:
  - Ermittle  $U$  nach einer Methode aus 2
  - Nehme Wachstumsraten an, z.B. konstant 2%
  - Setze  $U_{i+1} = U_i \cdot 1,02; U_{i+2} = U_i \cdot 1,02^2$  usw.
- 3) Ermittle durchschnittliche Wachstumsrate und nehme sie als Basis für die Fortschreibung des letzten Umsatzes

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Beispiel für Wertermittlung

Detailanalyse habe ergeben

- Prognostizierter Überschuss von 20000 fürs nächste Jahr, wachsend mit 1% pro Jahr
- Bewertungshorizont 30 Jahre
- Zinssatz 4% pro Jahr
- Verkaufswert nach 30 Jahren = 70.000

$$\begin{aligned} \text{Barwert} &= \frac{20000}{1,04} + \frac{20000 \cdot 1,01}{1,04^2} + \frac{20000 \cdot 1,01^2}{1,04^3} + \dots + \frac{20000 \cdot 1,01^{29} + 70000}{1,04^{30}} \\ &= 411.204 \end{aligned}$$

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Kontrollfragen zum Ertragswertverfahren

- Wie wird Alter und Qualität der Praxiseinrichtung berücksichtigt?
- Warum muss ein kalkulatorischer Arztlohn angesetzt werden?
- Sollten Sie für Goodwill bezahlen, wenn Sie selbst den gleichen Goodwill aufbauen könnten?
- Welche Änderungen von Annahmen würden dazu führen, dass der ermittelte Ertragswert niedriger ausfällt?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Kombinationsverfahren

Ein Kombinationsverfahren bestimmt den Praxiswert als

$$\text{Praxiswert} = \text{Goodwill} + \text{Substanzwert}$$

Üblich:

- Berechne Goodwill mit Ertragswertverfahren und Horizont von 2-5 Jahren
  - Unterstelle dass Praxis nach Ende des Horizonts zum dann gültigen Substanzwert verkauft wird
- ⇒ Praxiswert = Diskontierte Überschüsse + diskontierter Substanzwert

Beispiel falls Horizont gleich drei Jahre und Zins=4%:

$$\text{Barwert} = \frac{\text{Überschuss}_1}{1,04} + \frac{\text{Überschuss}_2}{1,04^2} + \frac{\text{Überschuss}_3}{1,04^3} + \frac{\text{Substanzwert}_3}{1,04^3}$$

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---



### Motivation der Vorgehensweise

- Gehe davon aus, dass sich der vom Vorbesitzer aufgebaute Goodwill in wenigen Jahren abbaut bzw. dass der Käufer einen Goodwill in dieser Zeit selbst aufbauen kann und daher nur für die Zeit zu zahlen bereit ist, in der der eigene Goodwill noch nicht aufgebaut ist
- Warum setzt man nicht den heutigen Substanzwert an?
  - Restwert eigener Anschaffungen bliebe unberücksichtigt
  - Wertverlust bestehender Einrichtung bliebe unberücksichtigt

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Ermittlung des Substanzwertes

Grundprinzip: erfasse Wertverlust der Anlagegegenstände (= Geräte, Möbel, ...) und addiere die so ermittelten Restwerte aller Anlagen.

1) Grobe Multiplikatormethode - Beispiel:

| Alter              | Wert beträgt...              |
|--------------------|------------------------------|
| mehr als 10 Jahre  | 25% des Anschaffungspreises  |
| 6-10 Jahre         | 35% des Anschaffungspreises  |
| 1-5 Jahre          | 50% des Anschaffungspreises  |
| weniger als 1 Jahr | 100% des Anschaffungspreises |

2) Anwendung von Abwertungsregeln, die einen typischen Verlauf der Abwertung beschreiben, z.B. lineare Abwertung (jedes Jahr derselbe Betrag)

Berücksichtigung der Inflation

Beispiel: Ein Gerät hatte einen Anschaffungspreis von 10.000 und ist heute noch halb so viel wert wie ein neues Gerät. Ein neues Gerät kostet heute 12.000. Welchen Restwert würden Sie ansetzen?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Ermittlung des Goodwills – Multiplikatorverfahren als Alternative zum verkürzten Ertragswertverfahren

Grundprinzip: erfasse Goodwill als Vielfaches (Multiplikator m) des Umsatzes oder des Gewinns

- 1) Einfacher Umsatz-Multiplikator  $Goodwill = Umsatz_t \times m_U$
- 2) Umsatz-Multiplikator mit Gewichtung  $Goodwill = \left[ \sum_{j=0}^n a_j Umsatz_{t-j} \right] \times m_U, \quad \sum_{j=0}^n a_j = 1$

3) Gewinn-Multiplikator: analog zu Umsatz-Multiplikator

Vor- und Nachteile

- Umsatzmultiplikatoren problematisch da Gewinn bei gleichem Umsatz unterschiedlich sein kann
- Bei geeigneter, an marktüblichen Preisen orientierter Wahl des Multiplikators wird Bewertung im Durchschnitt zu realistischen Praxiswerten führen

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

### Literatur zum Weiterlesen

VSA: Modifiziertes Ertragswertverfahren bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen: Gemeinsame Stellungnahme zu bewertungsrelevanten Fragen. Verfügbar über:

<http://praxisbewertung-wertgutachten.de/downloads/VSA-Gemeinsame%20Stellungnahme%20zum%20modifizierten%20Ertragswertverfahren.pdf>

Bridts, Wilfried: Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen: Verfahren, Methoden und exemplarische Berechnungen. Springer Gabler, 2014.

---

---

---

---

---

---

---

---