

Prof. Dr. Klaus Henselmann
Rechnungswesen und Prüfungswesen

Unternehmensbewertung

FACT Wir danken unseren Kooperationspartnern

Der Studienbereich FACT ist durch seine Kooperationspartner eng mit der Unternehmenspraxis verbunden:



pwc

Rödl & Partner

SIEMENS

KPMG

SONNTAG & PARTNER
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte
Augsburg | München | www.sonntag-partner.de



EY



**BAKER TILLY
ROELFS**

Deloitte.



DATEV


Nürnberger Steuergespräche e.V.


MUNKERT & PARTNER
Steuerberater Wirtschaftsprüfer Rechtsanwälte GbR

Inhaltsübersicht (1)

Kapitel 1: Einführung

Bewertungsanlässe, Wert und Preis, Methodenüberblick, Abwicklung einer Unternehmensbewertung

Kapitel 2: Vergangenheitsanalyse und Planungsrechnung

Vergangenheitsanalyse (Bereinigungen, Pro-Forma-Abschlüsse, Werttreiber), Planungsrechnung (Technik, Umwelt, Politik, künftige Werttreiber, integrierte Erfolgs-, Bilanz- und Finanzplanung), Restwert

Kapitel 3: Kapitalkosten und Diskontierung

Überblick, Basiszins, Marktrisikoprämie, Betafaktor, Erweiterungen und Alternativen, Netto- und Bruttomethode

Kapitel 4: Multiplikatorverfahren

Quellen von Vergleichsdaten, Auswahl von Vergleichsunternehmen, Bezugsgrößen zur Multiplikatorbildung, Beschreibung und Beurteilung gängiger Multiplikatoren

Inhaltsübersicht (2)

Kapitel 5: Anteilswert und Unternehmenswert

Monetäre Rechte und Pflichten, Mitspracherechte, Flexibilität

Kapitel 6: Sonderfragen

Rechnungslegung und Bewertung, komplexere Planung, Bonitätsrisiken, Bewertungen und Gutachten für spezielle Zwecke,

Kapitel 7: Steuern in der Unternehmensbewertung

Fehlende allgemeine Steuerneutralität, Transaktionsbesteuerung, fehlende Finanzierungsneutralität (APV, TCF, WACC, FTE)

Prüfung

- 5 ECTS
 - schriftliche Klausur (90 Minuten)
 - verschiedene Aufgaben (unabhängig voneinander)
 - gemischte Aufgabentypen (Rechnung, verbal)
- **WICHTIG:** erlaubte Hilfsmittel
 - nicht programmierbarer Taschenrechner
 - Texte der Gesetze und Standards
inklusive eigener Markierungen, An-/Unterstreichen
(siehe auch Hinweisblatt unter StudOn)

Abkürzungsverzeichnis

APV-Verfahren	Adjusted Present Value (<i>eine der 3 Bruttomethoden</i>)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CVA	Certified Valuation Analyst
DCF-Verfahren	Discounted Cash Flow-Verfahren (<i>Barwert der Zahlungen</i>)
EBT	Earnings before Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (<i>operativer Gewinn</i>)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FCF	Free Cash Flow
FTE	Flow to Equity (<i>Zahlungen an die Eigner</i>)
FTE-Verfahren	<i>Nettomethode, Equity-Methode</i>
EACVA	European Association of Consultants, Valuators and Analysts
TCF-Verfahren	Total Cash Flow (<i>eine der 3 Bruttomethoden</i>)
TS	Tax Shield
WACC-Verfahren	Weighted Average Cost of Capital (<i>eine der 3 Bruttomethoden</i>)

Symbolverzeichnis

β	Beta, Betafaktor	$k^{VG=0}$	Kapitalkosten bei einem Verschuldungsgrad von 0
C_0	Kapitalwert	k_{GK}	durchschnittliche Gesamtkapitalkosten
EK	(Wert des) Eigenkapitals (<u>nicht</u> dessen Buchwert!)	MRP	Marktrisikoprämie
FK	(Wert des) Fremdkapitals	P	Preis, Grenzpreis
g	Wachstumsrate („growth“)	R	Korrelationskoeffizient
GK	(Wert des) Gesamtkapitals	R^2	Bestimmtheitsmaß; $R^2 = R * R$
i	Zinssatz („interest“)	s	Steuersatz, nach Steuern
i_{rf}	Zinssatz risikofreier Anlagen	r_M	Rendite des Aktienmarktes
k	Kapitalkosten	t	Zeit
k_{EK}	Eigenkapitalkosten	VG	Verschuldungsgrad
k_{FK}	Fremdkapitalkosten (= i)	ZÜ	Zahlungsüberschuss

Ausgewählte Literaturhinweise

- **Henselmann, Klaus / Kniest, Wolfgang:** Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 5. Auflage, Herne 2015, NWB Verlag = *Rechenbeispiele*
- **Ballwieser, Wolfgang / Hachmeister, Dirk:** Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 5. Auflage, Stuttgart 2016, Schäffer-Poeschel Verlag = *klassische, konservative Theorie*
- **Peemöller, Volker (Hrsg.):** Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, Herne 2015, NWB Verlag = *Nachschlagewerk*
- **Ihlau, Susann / Duscha, Hendrik / Gödecke, Steffen:** Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013, Gabler Verlag
- **Franken, Lars / Schulte, Jörn / Dörschell, Andreas:** Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 4. Auflage 2016, IDW Verlag = *empirische Daten vom deutschen Kapitalmarkt*
- **Großfeld, Bernhard / Egger, Ulrich / Tönnies, Wolf Achim:** Recht der Unternehmensbewertung, 8. Auflage, Köln 2016, RWS-Verlag
- **Fleischer, Holger / Hüttemann, Rainer:** Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, Köln 2015, Otto Schmidt Verlag

Prof. Dr. Klaus Henselmann
Rechnungswesen und Prüfungswesen

Kapitel 1

Einführung

Unternehmensbewertung

Überblick

1. Bewertungsanlässe
2. Wert und Preis
 - 2.1. Subjektive Entscheidungswerte
 - 2.2. Argumentationswerte
 - 2.3. Verkehrswert
 - 2.4. Funktionenlehre
 - 2.5. Rechtliche Rahmenbedingungen
3. Methodenüberblick
 - 3.1. Ertragswertverfahren (i.w.S.)
 - 3.2. Marktwertverfahren (Multiples)
 - 3.3. Substanzwertverfahren
 - 3.4. Liquidationswert
4. Abwicklung einer Unternehmensbewertung

1. Bewertungsanlässe

zahlreiche Anlässe für Unternehmensbewertungen:

a) *traditionelle Anlässe* = aperiodische Bewertungen

- ohne Einigungszwang
(z.B. Kauf/Verkauf, Eintritt von Gesellschaftern, Fusion)
- mit Einigungszwang
(z.B. Erbschaftsstreit, Zugewinnausgleich, Ausschluss von Gesellschaftern, Erbschaftsteuer, Fairness Opinion)

b) *neuere Anlässe* = regelmäßige Bewertungen

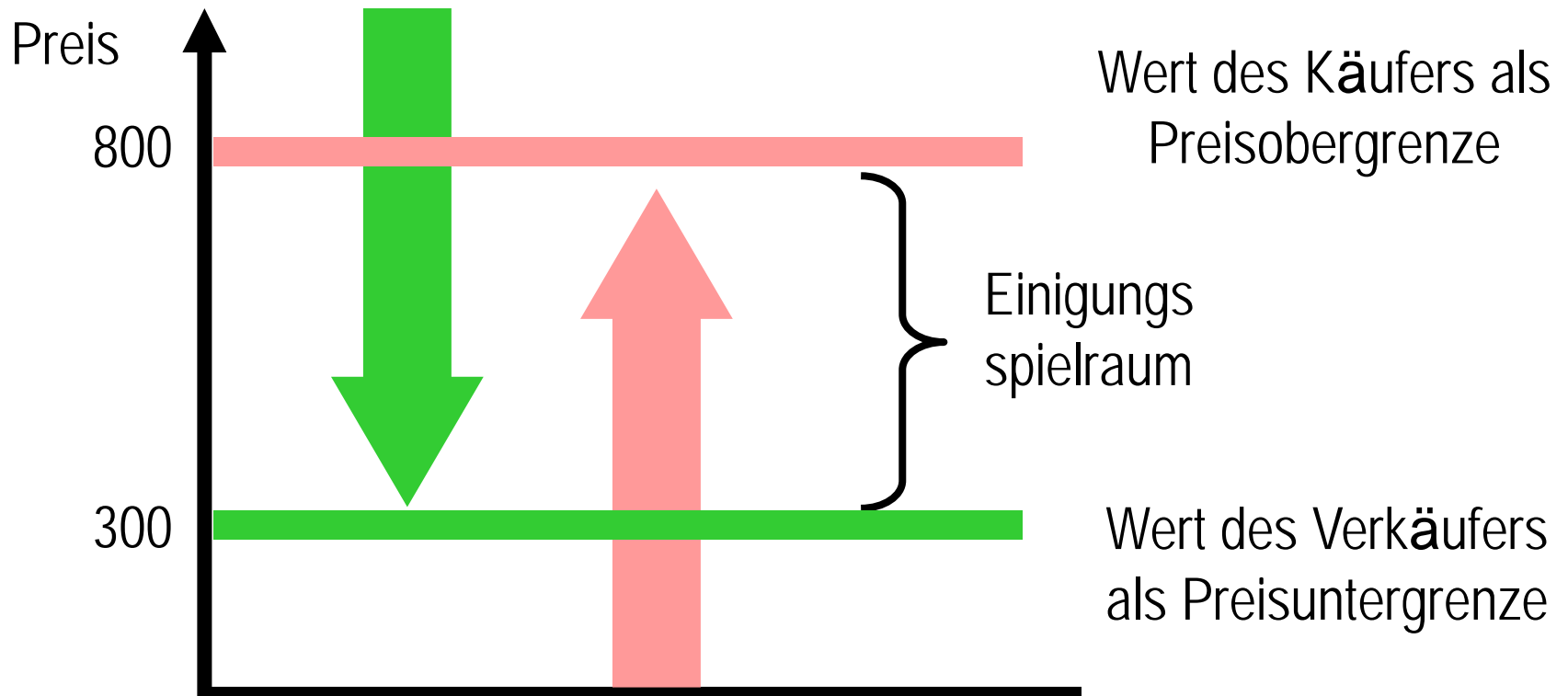
- wertorientiertes Management (geschäftspolitische Entscheidungen, Leistungsbeurteilung von Führungskräften)
- Rechnungslegung (Buchwerte von Beteiligungen und Firmenwerten)

Beispiele für gesetzliche Bewertungsanlässe

- *Familien- und Erbrecht*
 - Zugewinnausgleich (§ 1378 BGB)
 - Streit über Erbauseinandersetzung (§ 2042 BGB)
- *Steuerrecht*
 - Erbschaftsteuer auf Unternehmensanteile (§ 11, §§ 199 ff. BewG)
- *Gesellschaftsrecht*
 - „Squeeze-out“ = Ausschluss von Minderheitsaktionären (§ 327a AktG)
 - Umtauschverhältnis der Anteile bei Verschmelzungen (§ 5 I Nr. 3, § 12, § 15 UmwG)
- *Angemessenheit eines Preises („Fairness Opinion“)*
 - Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats zu einem Übernahmeangebot (§ 27 WpÜG)

2. Wert und Preis

- es gibt nicht „*den*“ allgemeingültigen Wert des Unternehmens
- sondern *verschiedene Werte* für verschiedene Personen !
(sog. subjektbezogene, subjektive Werte)



Ursachen für Wertunterschiede

Zukunftserwartungen:

- K geht von einem expandierenden Markt aus
- V rechnet mit stagnierenden Mengen und sinkenden Preisen

Gestaltungsmöglichkeiten:

- K hat neue Geschäftsideen und will das Geschäft restrukturieren
- K kann durch Eingliederung in seinen Konzern Synergien erzielen

Alternativen:

- V kann Unternehmen wegen Krankheit/Alter nicht länger fortführen

Zielsystem:

- V legt Wert auf „Familientradition“ und soziale Belange
- V ist risikoscheuer als K

2.1. Subjektive Entscheidungswerte

Entscheidungswert

= Wert des Unternehmens
aus der individuellen Sicht einer bestimmten Person

andere Bezeichnungen:

- „subjektiver Wert“
(weil: der Wert für ein bestimmtes Bewertungssubjekt gilt)
- „Zukunftserfolgswert“ oder „Ertragswert“
(weil: der Wert vom künftigen Nutzen abhängt
und man sich meist auf monetäre Vorteile beschränkt)
- „Grenzpreis“
(weil: dieser Wert die Preisgrenze bei Verhandlungen darstellt)

Beispiel: Subjektiver Wert (1)

Der Erfinder E hat ein bahnbrechendes neues Produkt entwickelt, das er auf den Markt bringen möchte. Für das zugehörige Unternehmen schätzt er in t_0 folgende künftige Zahlungsüberschüsse (berechnet nach Abzug einer angemessenen Geschäftsführervergütung für ihn selbst):

Phase	Dauer	jährlicher Überschuss/Defizit
Einführung	bis t_3	-100
Reife	ab t_4 (bis ewig)	+200

Geldgeber würden für gleich risikoreiche Projekte wie bei E 12% p.a. verlangen. Bei einer Vermarktung unter eigenem Namen würde in der Öffentlichkeit die technische Leistung des E sicher breite Anerkennung finden.

Der Unternehmer U ist am Kauf der Firma des E für seinen Konzern interessiert. U könnte durch Nutzung bestehender Distributionskanäle und unter Einsatz seines bekannten Markennamens statt des unbekanntes Namens von E die Dauer der Einführungsphase von drei Jahren auf ein Jahr verkürzen. Die lukrative Reifephase könnte damit schon in t_2 beginnen. U hat die Möglichkeit einer Finanzierung zu 8% p.a., da potenzielle Geldgeber aufgrund der großen Erfahrung von U und seinen Mitarbeitern sowie seiner erwiesenen Seriosität von einem geringeren Ausfallrisiko für ihr Kapital ausgehen.

Berechnen Sie den rein finanziellen Wert, den das Unternehmen in t_0 für E und U besitzt.

Beispiel: Subjektiver Wert (2)

Berechnung des Wertes für E:

t_0

t_1

t_2

t_3

t_4

USW.

Beispiel: Subjektiver Wert (3)

Berechnung des Wertes für U:

t_0

t_1

t_2

t_3

t_4

USW.

Beispiel: Subjektiver Wert (4)

Zusatzaufgaben:

Berücksichtigen Sie nun neben der Zielart/Nutzenart Vermögensmaximierung auch die Zielart „Ansehensmaximierung“. Gehen Sie zur Lösung von Zielkonflikten davon aus, dass E seiner eigenen Aussage nach indifferent zwischen 300 Geldeinheiten und der Berühmtheit als Erfinder ist.

Im Gegensatz zu den oben getroffenen Annahmen sollen E und U verschiedene Vorstellungen von der künftigen Marktentwicklung für das Produkt haben. E geht davon aus, dass das Produkt einen dauerhaft vorhandenen und sogar steigenden Bedarf befriedigt. So soll der Überschuss von 200 in t_4 künftig jährlich um 5% wachsen. U nimmt hingegen an, dass die Konkurrenz bei der Entwicklung von Ersatzprodukten nicht schläft und das Produkt daher nach t_{10} keinerlei Absatzchancen mehr besitzt. Bis dahin sollen die Absatzzahlen in etwa konstant bleiben. Berechnen Sie die neuen Unternehmenswerte für E und U.

Beispiel: Subjektiver Wert (5)

Variante: Unterschiedliche Zukunftsprognosen

E: Ewiger Bedarf, Bedarf wächst um 5% p.a.

t_0 t_1 t_2 t_3 t_4 t_5 t_6 usw.

Beispiel: Subjektiver Wert (6)

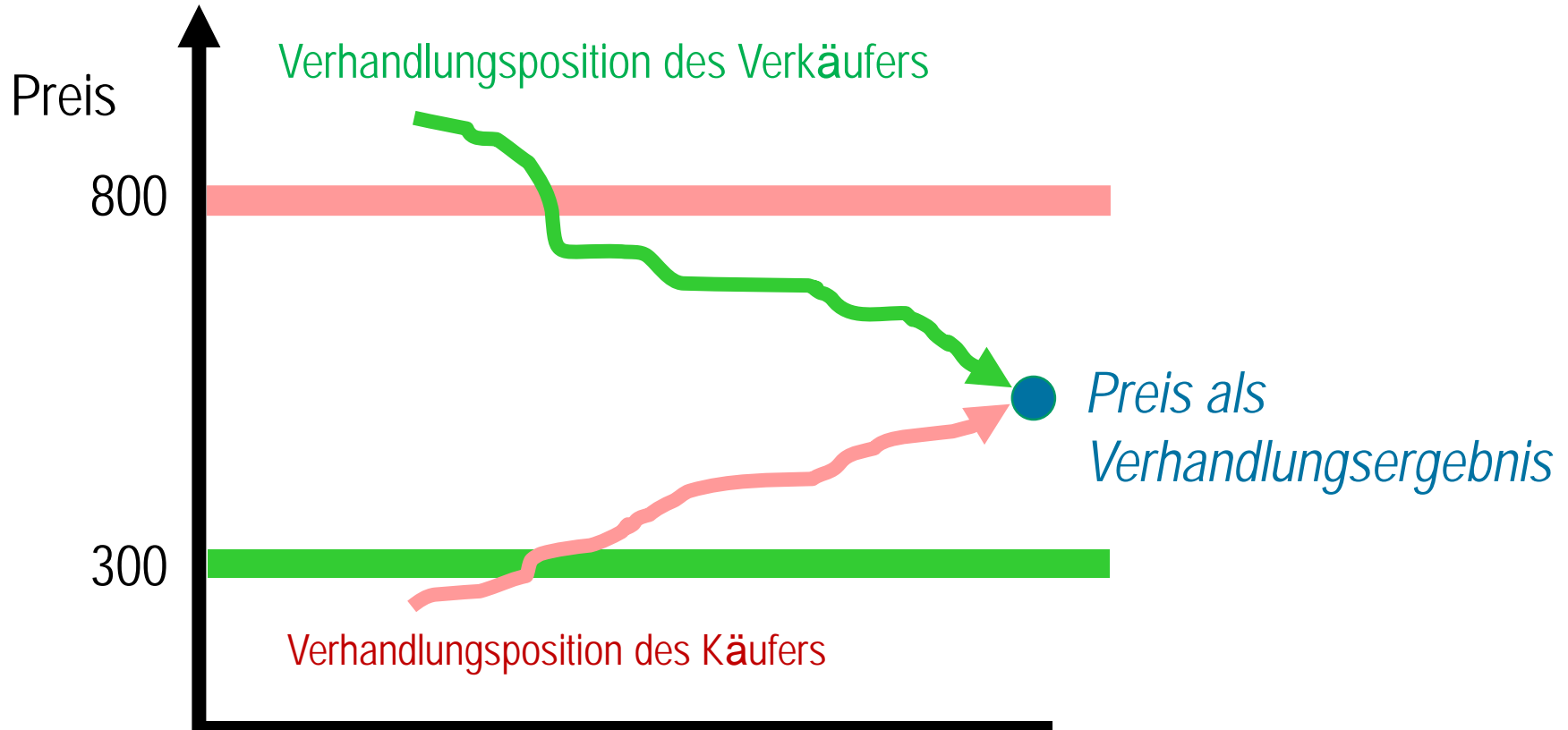
Variante: Unterschiedliche Zukunftsprognosen

U: Bedarf nur für bestimmte Zeit (bis t_{10}) konstant

t_0 t_1 t_2 bis t_{10} t_{11}

2.2. Argumentationswerte

- weder Verkäufer noch Käufer werden im Prozess der Preisverhandlungen ihren Grenzpreis nennen
- beide werden versuchen, durch vorgebliche Unternehmenswerte die Gegenseite zu beeinflussen = „*Argumentationswerte*“



2.3. Verkehrswert

Mögliche Bewertungsaufgabe:

Schätze den Preis, der für ein Unternehmen voraussichtlich erzielbar ist!

Wichtigster Anwendungsfall (wird oft rechtlich gefordert):

Preis des Unternehmens „im gewöhnlichen Geschäftsverkehr“, d.h.

- unabhängig von bestimmten Käufern oder Verkäufern
- bei bestehender Kauf- bzw. Verkaufsbereitschaft
- keine außergewöhnlichen Umstände

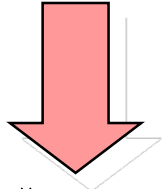
= *Verkehrswert (auch: Marktpreis, gemeiner Wert)*

Lösungsansätze:

- (1) Aus früheren Preisen für ähnliche Unternehmen
- (2) Wie würde ein „Durchschnittserwerber“ das Unternehmen bewerten?
→ durch „neutralen Gutachter“ ermittelt

Wie hoch ist der Preis eines „Durchschnittserwerbers“? Typisierung & Objektivierung der Annahmen

a) eigentlich: individuelle Verhältnisse, aber:



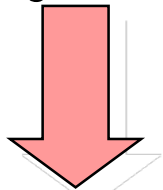
Lösung:

- sind unbekannt (künftiger Käufer, anonyme Aktionäre)
- sind verschieden (3 Gesellschafter)

„*typisierende*“ Annahmen

(d.h. von durchschnittlichen Verhältnissen ausgehen)

b) eigentlich: individuelle Zukunftserwartungen, aber:



Lösung:

- Streitgefahr
- Beweisprobleme gegenüber Dritten

„*objektivierende*“ Annahmen

(d.h. von durch Dritte überprüfbaren Fakten ausgehen)

Annahmen beim sog. „objektivierten“ Wert nach IDW S 1

Der „objektivierte“ Unternehmenswert im Sinne des IDW kommt als Wertbegriff nicht im Gesetz vor. Das Recht spricht hingegen u.a. vom gemeinen Wert, Verkehrswert oder vollem Wert.

Jedoch versucht der objektivierte Wert im Sinne des IDW eine praktikable Annäherung an den Verkehrswert.

Annahmen sind u.a.:

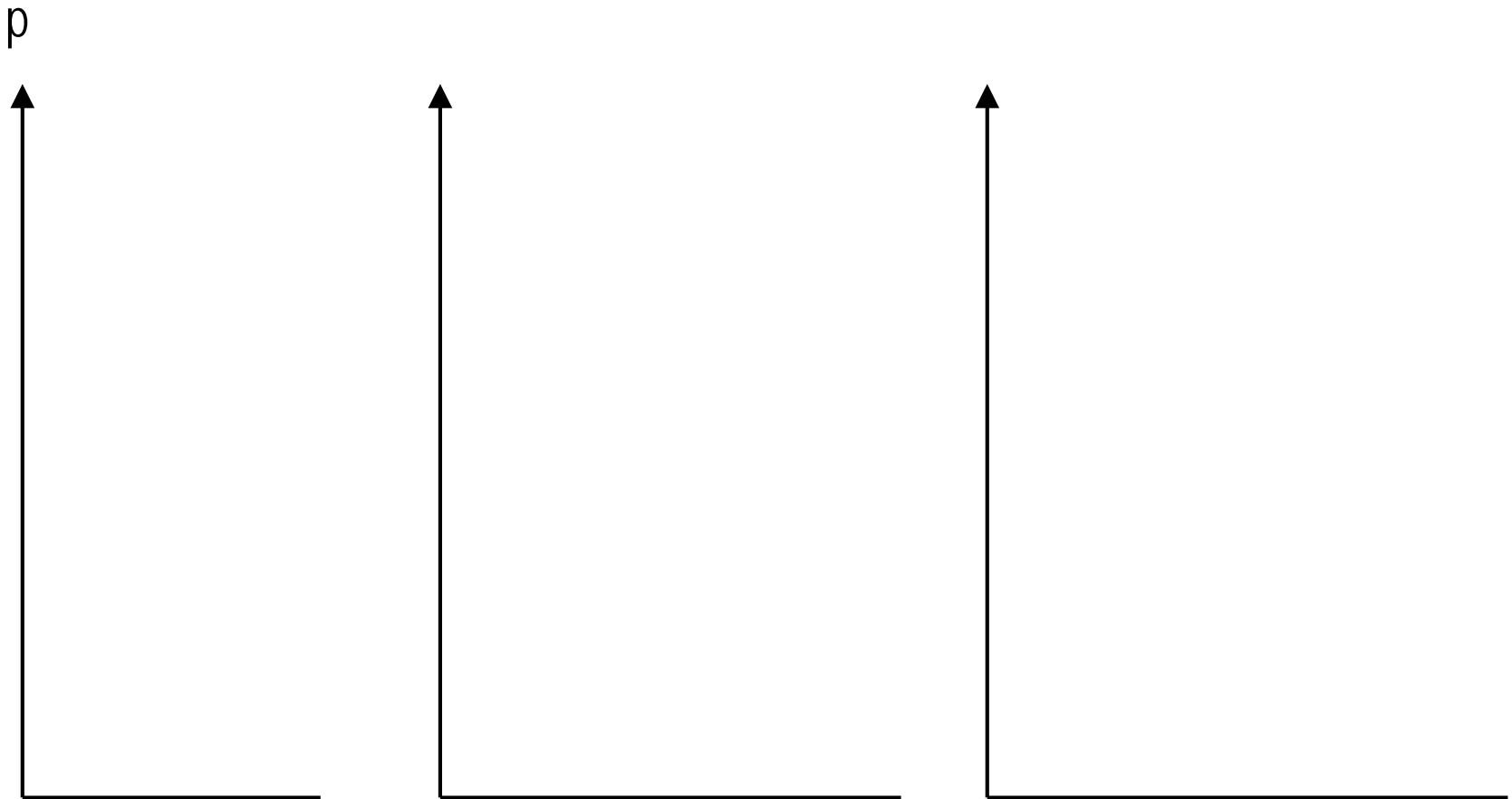
- Abzug eines angemessenen kalk. Unternehmerlohns (Tz. 40)
- Transaktionen mit Nahestehenden zu Fremdvergleichspreisen (Tz. 41)
- i.d.R. Verbleiben des bisherigen Managements (Tz. 38f., 42)
- keine nur möglichen, aber nicht konkret geplanten Maßnahmen (Tz. 32)
- keine „echten“ Synergieeffekte,
die von einem bestimmten Erwerber/Inhaber abhängen (Tz. 33f.)

Gibt es einen Verkehrswert? Preisbildung nach Marktformen

a) 1 Käufer
1 Verkäufer

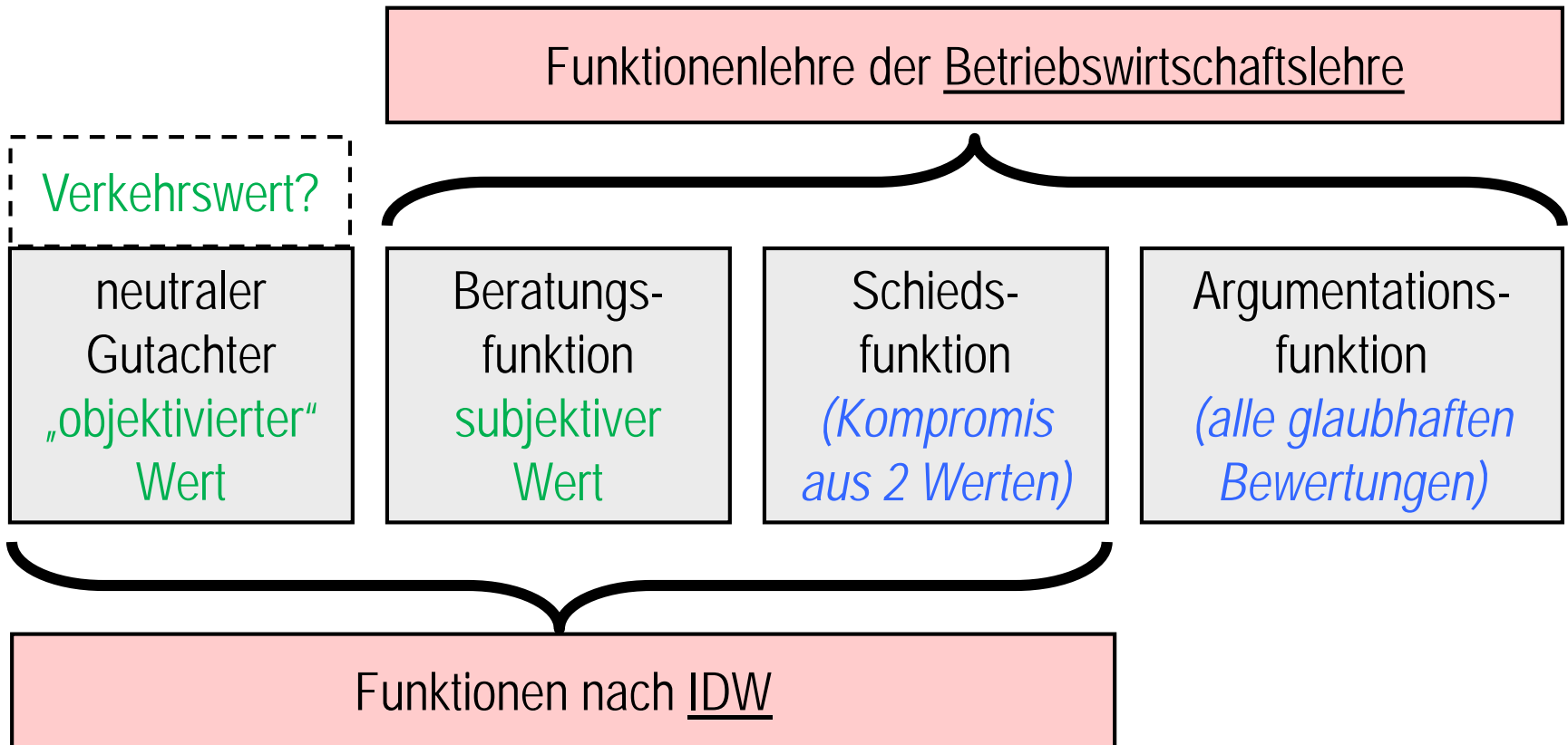
b) 3 Käufer
3 Verkäufer

c) ∞ Käufer
 ∞ Verkäufer



2.4. Funktionenlehre

Funktionenlehre = die Bewertung hängt ab vom Zweck / der Funktion des Wertes und dem Auftrag an den Bewerter!



Vorsicht: Begriffschaos !

Kategorie	„Wert“ i.e.S.	„Preis“ i.e.S.
Definition	Geldbetrag für den Nutzen des Unternehmens aus der Sicht <u>einer</u> Person	Geldbetrag, auf den sich <u>zwei</u> Parteien geeinigt haben / einigen werden
Begriffe	<i>subjektiver Wert</i> , Nutzwert, Entscheidungswert, Gebrauchswert, Preisgrenze, Grenzpreis, Zukunftserfolgswert <i>investment value</i>	<i>Verkehrswert</i> , gemeiner Wert, Preis, Marktpreis, Kurs, Tauschwert, Marktwert <i>(fair) market value</i>

2.5. Rechtliche Rahmenbedingungen

Gibt es verbindliche Rechtsnormen für Unternehmensbewertungen?

- Beratungsfunktion, Argumentationsfunktion \Rightarrow keine Vorgaben!
- Neutraler Gutachter
 - Gesetz regelt Anspruchsgrundlage, aber kaum konkrete Vorgaben
 - Rechtsprechung?
 - i.d.R. wird Verkehrswert verlangt
 - aber: bei Schadensersatz subjektive Werte
 - Bewertungen durch Gutachter (als Sachverständige), vom Gericht beauftragt und durch Richter gewürdigt

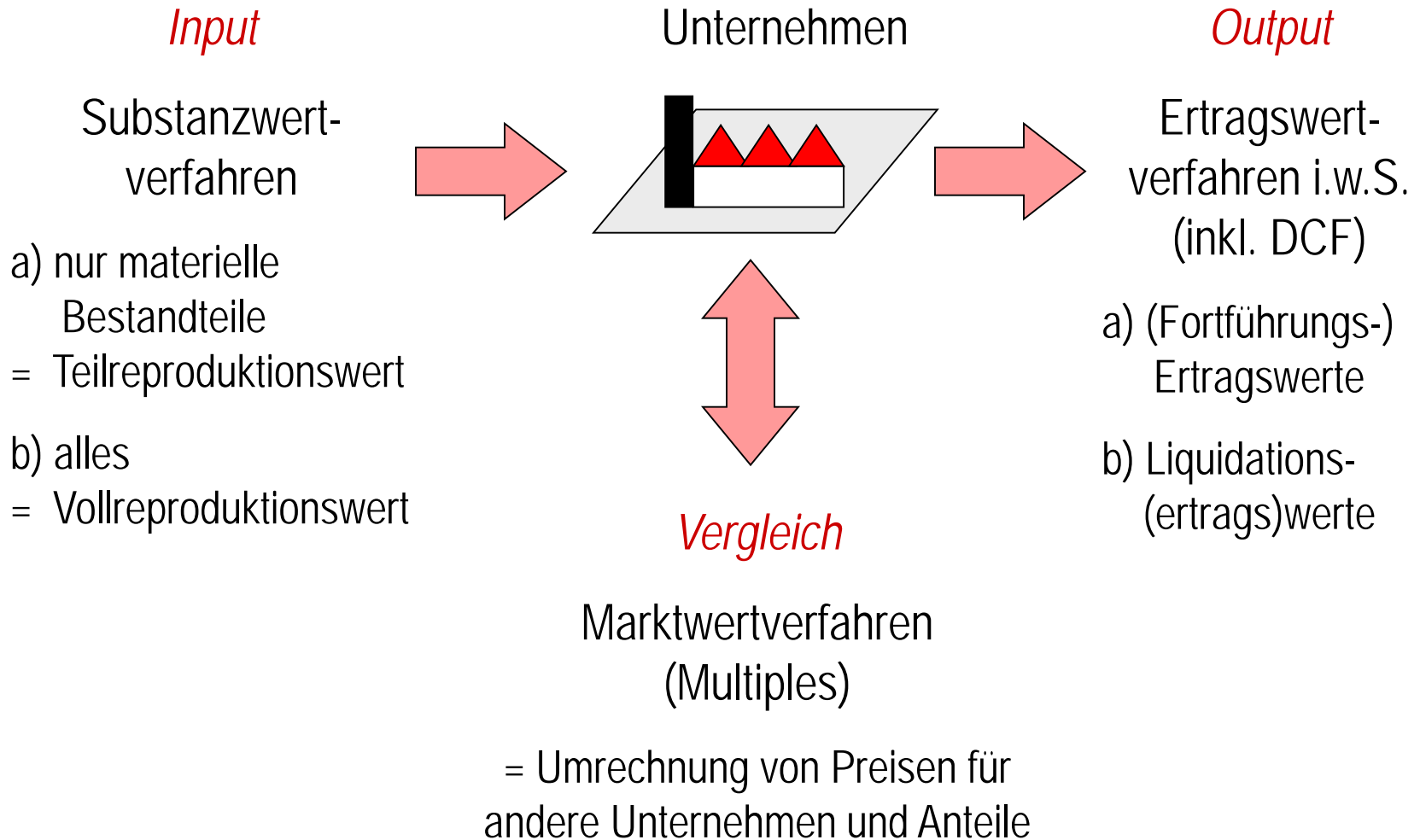
Was gilt in Theorie und Praxis als „richtig“?

- „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“
- Bewertungsstandards (z.B. IDW S 1)

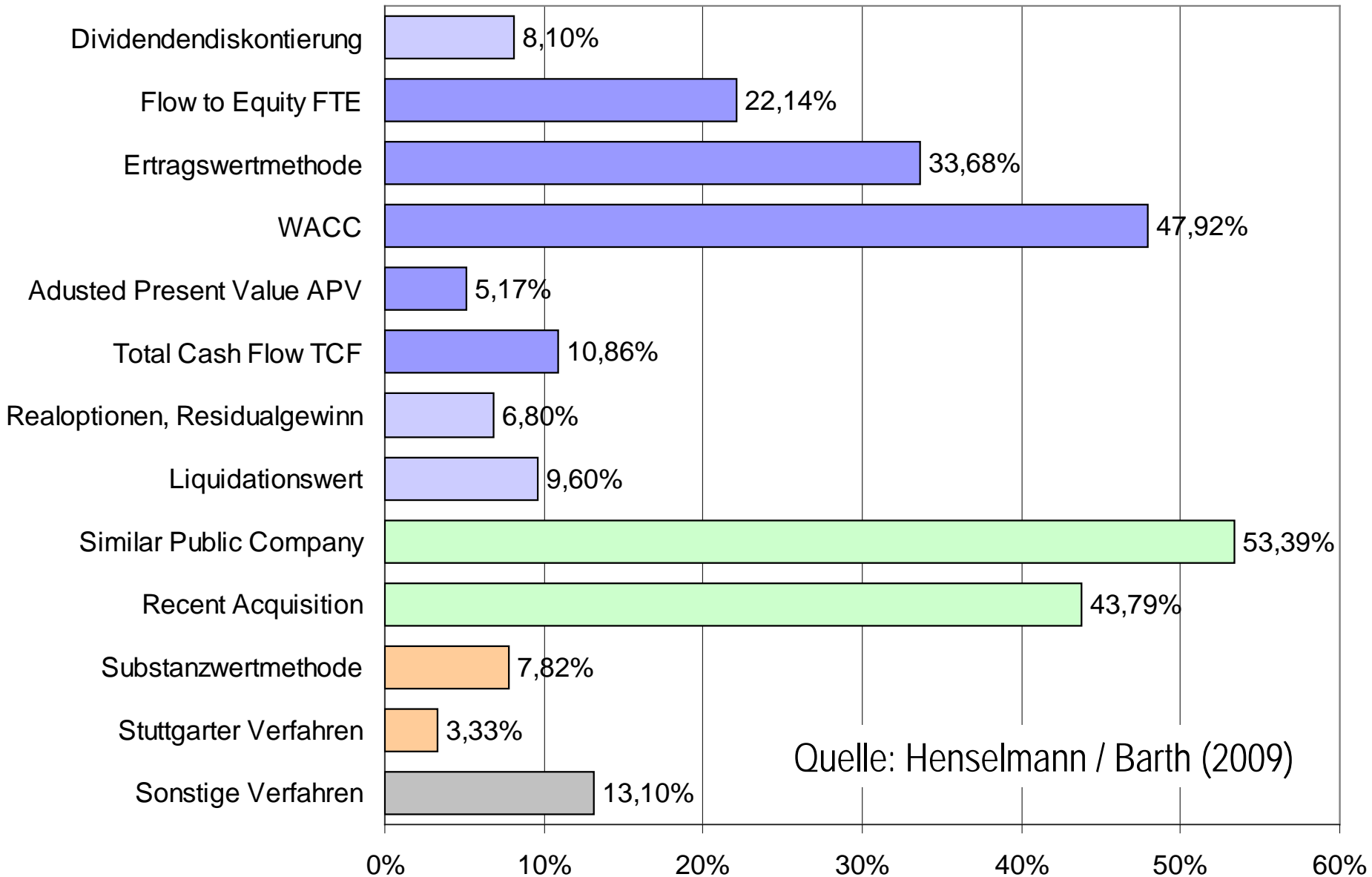
Standardsetter und ihre Standards

- *Institut der Wirtschaftsprüfer* in Deutschland (IDW)
- Kammer der Wirtschaftstreuhänder in Österreich (KWT)
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)
- Fédération des Experts Comptables Européens (FEE)
- Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG)
- The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)
- Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)
- Chartered Financial Analysts Institute
 - National Association of Certified Valuators and Analysts (NACVA)
bzw. *European Association of Certified Valuators and Analysts (EACVA)*
 - The Appraisal Foundation (TAF)
 - Institute of Business Appraisers (IBA)
 - American Society of Appraisers (ASA)
 - The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA)
 - International Valuation Standards Committee (IVSC)

3. Methodenüberblick



Methodenpluralismus (1)



Quelle: Henselmann / Barth (2009)

Methodenpluralismus (2)

Berufsgruppe/Branche	Anzahl der Verfahren pro Bewertung
Unternehmen (Konzerne)	1,9
Geschäftsbanken	2,6
Investmentbanken	3,4
Investmentfonds	2,3
Private Equity	3,3
Venture Capital	2,4
Unternehmensberater	3,2
M&A-Berater	3,3
Corporate Finance-Berater	3,1
Steuerberater	1,3
Wirtschaftsprüfer	1,7

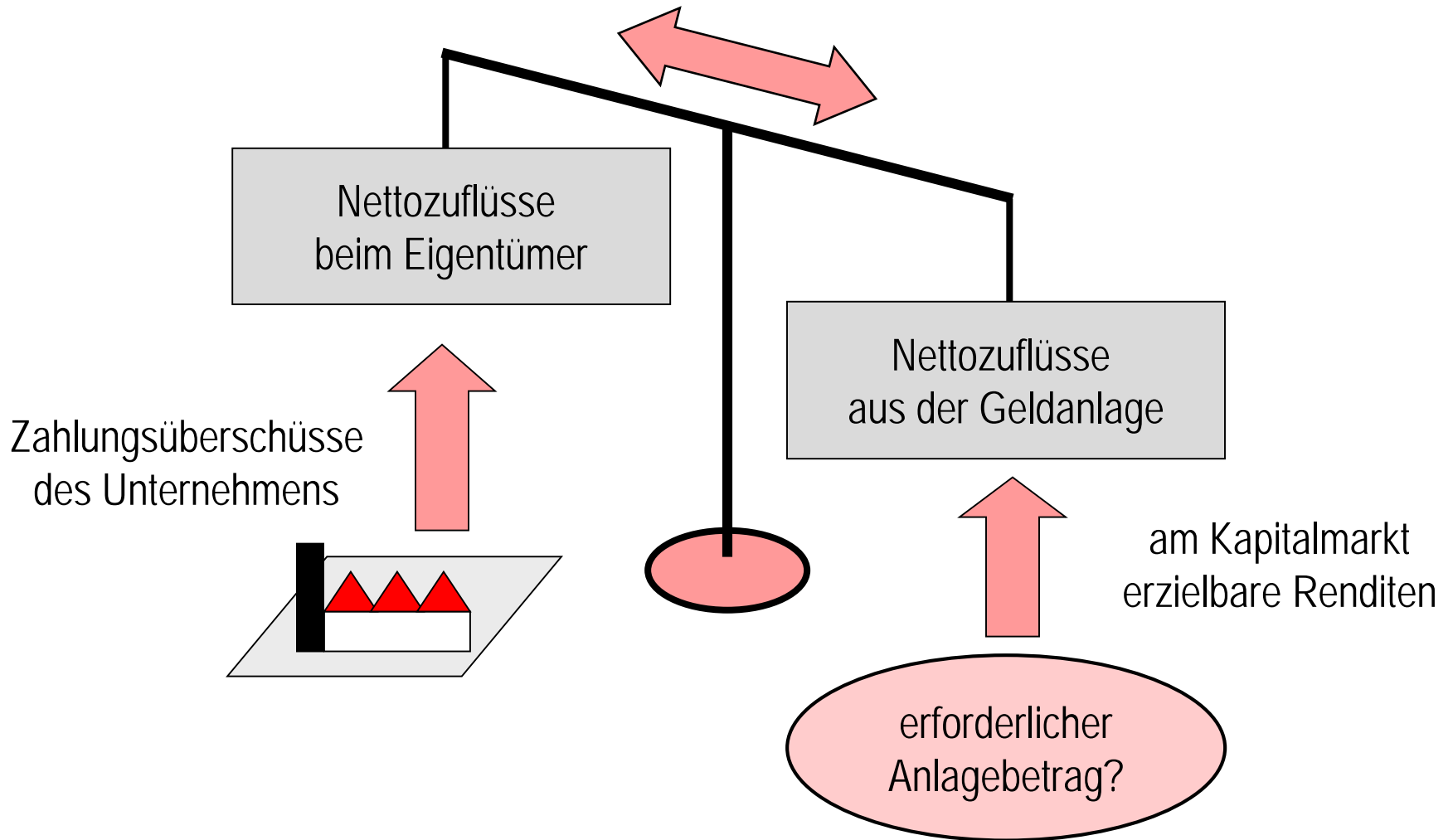


Forschungslink

Quelle:

Henselmann, Klaus /
Barth, Thomas:
Unternehmensbewertung
in Deutschland: Empirie
zur Bewertungspraxis,
Norderstedt 2009

3.1. Ertragswertverfahren (i.w.S.)

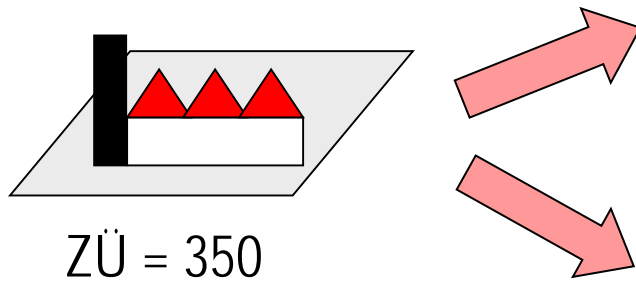


Übliche Vereinfachungen von Ertragswertverfahren?

	Ideales Totalmodell	Übergangsformen	übliche Vereinfachungen
Zielfunktion	alle Zielarten		nur monetäre Ziele (im ersten Schritt)
Handlungs- alternativen	alle Investitions- und Finanzierungsmöglichkeiten alle Arbeitsmöglichkeiten	<i>Berücksichtigung von Verbundeffekten (Synergien)</i>	kalkulatorischer Zinssatz kalkulatorischer Unternehmerlohn
Ergebnis- prognose	Planung für alle künftigen Umweltlagen („Simulation“)	<i>(ausgewählte) Szenarien</i>	Rechnen mit Erwartungswerten (Unsicherheit im risikoangepassten Zinssatz)

Kalkulatorischer Unternehmerlohn

Insbesondere bei Klein- und Mittelbetrieben beruhen die erwirtschafteten Zahlungsüberschüsse auf 2 Quellen:



- wegen des Einsatzes der eigenen Arbeitskraft
- wegen des Einsatzes von Kapital

Kalkulationszins bei Unsicherheit (1)

Ein Unternehmen verspreche eine ewige Rente; die künftigen ZÜ schwanken aber stark um einen mittleren Wert von $\mu = 300$.

Persönliche Risikoeinstellung des Eigentümers?

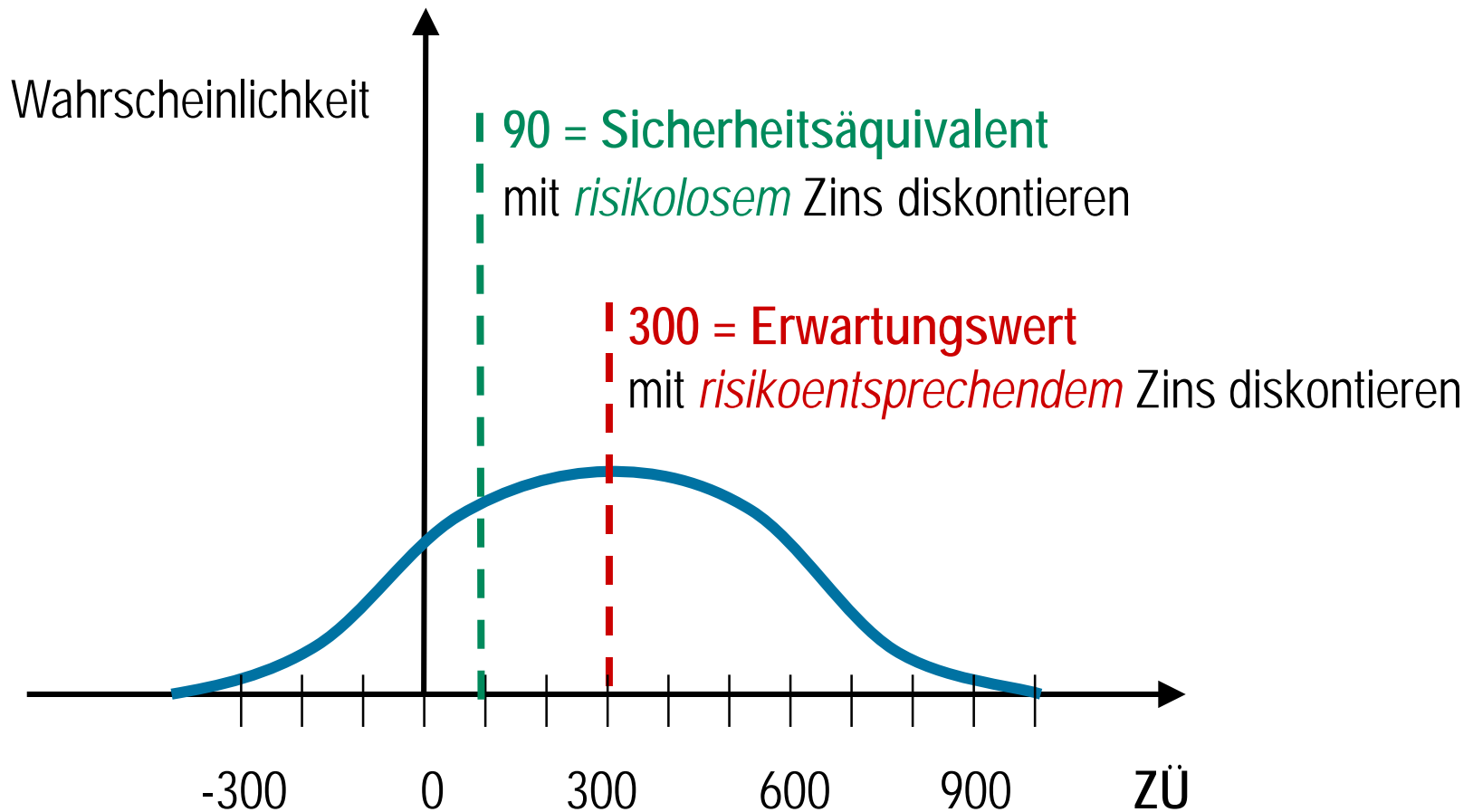
- die (unsichere) Ergebnisverteilung mit Mittelwert $\mu = 300$ [-400 +1000]
- würde er gegen eine sichere Zahlung von 90 eintauschen, d.h. Indifferenz (90 = sog. „Sicherheitsäquivalent“)

Fragen:

- Wie hoch ist nach der Sicherheitsäquivalent-Methode (90) der Wert des Unternehmens bei einem sicheren Zins $i = 3\%$?
- Wie hoch müsste der Risikozuschlag zu den Kapitalkosten sein, damit man für den Mittelwert (300) das gleiche Ergebnis erhält?

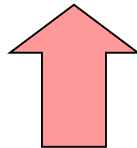
Kalkulationszins bei Unsicherheit (2)

Zukunft ist nicht sicher bekannt,
es existieren nur mehr oder weniger wahrscheinliche Erwartungen:



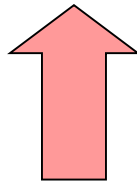
Prognose der Nettozuflüsse beim Eigner?

- *Unternehmenswert* als Barwert der Investor-Zahlungsüberschüsse



diskontieren

- Investor-Zahlungsüberschüsse
= künftige *(Netto-)Zuflüsse beim Eigner aufgrund des Unternehmens*

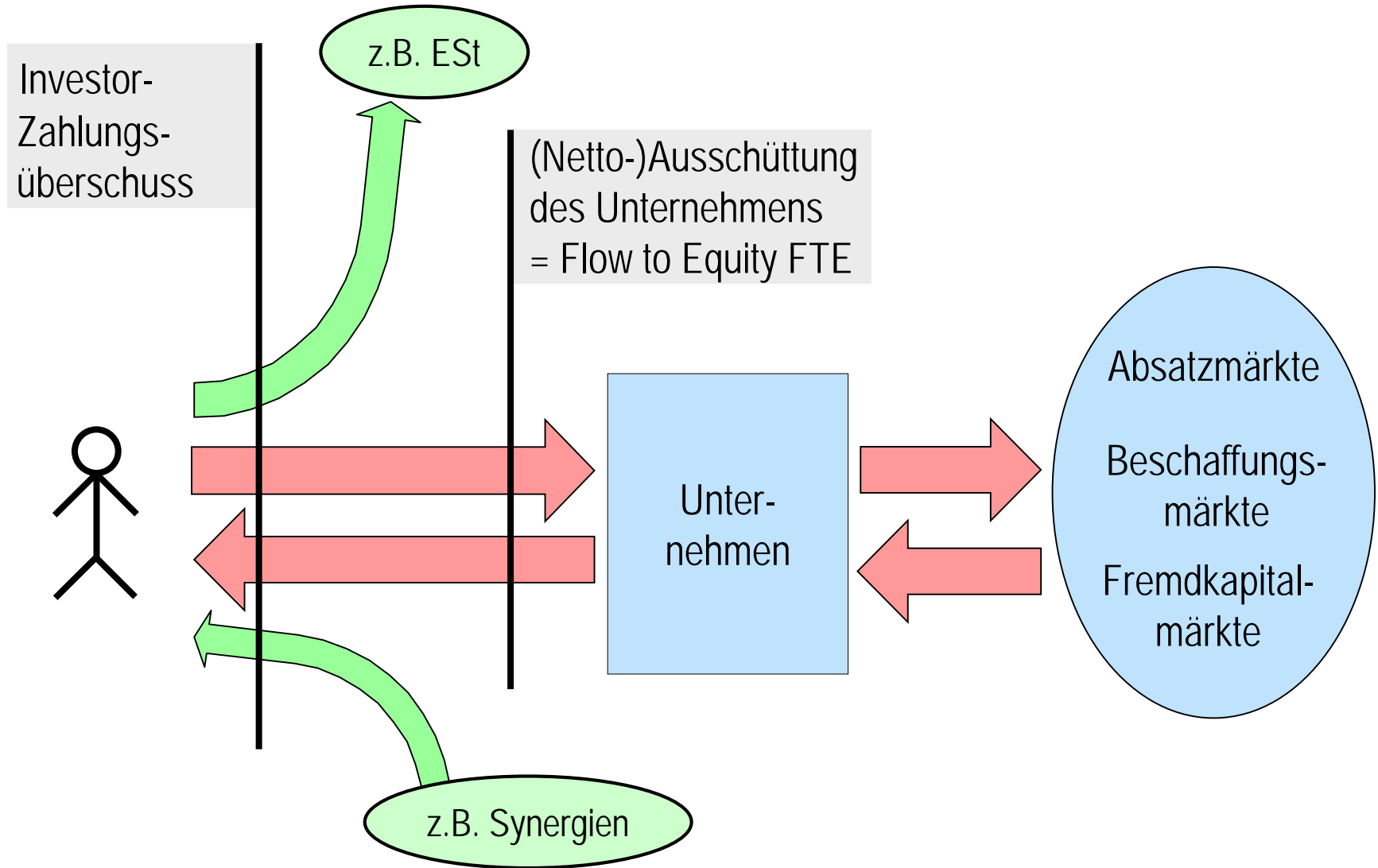


Steuern abziehen

ggf. Synergieeffekte mit anderen Unternehmen einbeziehen

- Grundlage dafür sind *(Netto-)Ausschüttungen aus dem Unternehmen*
- mögliche Ausschüttungen hängen vom erwirtschafteten *Zahlungsüberschuss des Unternehmens* (und dieser indirekt von der Ertragslage) ab: integrierte Erfolgs-, Bilanz- und Finanzplanung aufstellen!

Beachte: (Netto-)Ausschüttung und Investorüberschuss

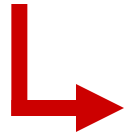


3.2. Marktwertverfahren (Multiples)

Ausgangspunkt vom Marktwertverfahren:

- bekannte Kaufpreise („Recent Acquisitions-Ansatz“) oder
- bekannte Börsenkurse („Similar Public Company-Ansatz“)

anderer Unternehmen, die als vergleichbar gelten können



Vergleichbarkeit der künftigen Zahlungsströme hängt von identischen Einflussfaktoren ab:

- gleiche Branche
- auch sonst ähnliche Struktur

Verschiedene Größen der beteiligten Unternehmen werden mit Hilfe einer Bezugsgröße umgerechnet → *Multiplikator*

Beispiel: KGV bzw. P/E-Ratio

		Trailing P/E				
		Arithm. mean	Median	Harm. mean	Variance	n
Prime All Share Industries	Automobiles	13,3	13,1	12,1	15,9	12
	Banks	6,3	5,7	5,9	4,0	3
	Basic Resources	33,0	21,5	24,3	591,5	3
	Chemicals	18,7	18,9	16,3	43,7	11
	Construction	19,1	16,5	14,1	145,7	4
	Consumer	18,7	17,8	6,6	66,3	14
	Financial Services	17,1	14,9	10,3	149,3	24
	Food & Beverages	30,7	30,7	30,7		1
	Industrial	21,1	19,1	14,7	91,5	49
	Insurance	9,1	9,3	9,1	0,4	4
	Media	24,9	18,5	18,9	291,6	9
	Pharma & Healthcare	25,8	25,4	20,6	109,2	16
	Retail	23,3	14,4	6,9	409,2	11
	Software	28,2	28,8	20,0	122,5	27
	Technology	20,7	19,7	14,2	159,6	12
Telecommunication	25,7	20,2	19,5	285,6	4	
Transport. & Logistics	17,2	17,7	12,9	44,1	8	
Utilities	29,6	22,5	25,8	215,1	3	
Prime All Share		21,2	19,1	12,8	144,2	215
DAX 30		18,5	17,0	13,5	95,9	24
TecDAX 30		30,7	30,7	24,7	160,6	22
MDAX 50		20,7	18,9	15,4	154,6	44

Eine gängige Bezugsgröße ist der *Gewinn* (Jahresüberschuss).

Bei börsennotierten Unternehmen kann man den Kurs der Aktie durch den Gewinn pro Aktie teilen.

Den entsprechenden Multiplikator bezeichnet man als *Kurs-Gewinn-Verhältnis* bzw. Price/Earnings-Ratio.

Aufgabe:

Verwenden Sie den Mittelwert der Multiples in der Branche „Chemicals“, um ein Unternehmen mit 200 Mio.€ Jahresüberschuss zu bewerten.

Quelle: Bewertungspraktiker 3/2016

3.3. Substanzwertverfahren

(1) **Teilrekonstruktionswert** (auch: Teilreproduktionswert)

= Kosten der Wiederbeschaffung
aller einzelnen Vermögensgegenstände
im vorliegenden Zustand (d.h. „gebraucht“)

Idee:

- Erwerber zahlt für den Kauf eines Altunternehmens nicht mehr, als ihn der Nachbau desselben kosten würde

aber:

- Unternehmen ist lebender Organismus, nicht nur Summe von Einzelwerten
- Neugründung hat nicht sofort vollen Umsatz
- Nachbau oft nicht möglich

Beispiel: Teilreproduktionswert

Ein Unternehmen weise nachstehende Bilanz auf (Beschaffungsmarktwerte in Klammern):

Bilanz 31.12.					
Konzessionen (erworben)	1.000	(1.500)	Eigenkapital	11.000	
Geschäftswert (erworben)	3.000	(3.000)	Finanzkredite	16.000	(16.000)
Grundstücke	8.000	(10.000)	Verbindlichkeiten aus LuL	1.050	(1.050)
Gebäude	12.000	(20.000)			
Maschine A	2.000	(4.500)			
Maschine B	1.000	(1.200)			
Wertpapiere des AV	300	(600)			
RHB-Stoffe	500	(700)			
Wertpapiere des UV	200	(200)			
Kasse	50	(50)			
Patente	0				
	28.050			28.050	

Weiterhin seien Ihnen folgende Angaben bekannt::

- Der Wert nicht aktivierter Patente des Unternehmens betrage 2.000.
- Da der neue Eigentümer die Produktion umstellen will, wird Maschine A nicht mehr benötigt. Er kann durch den Verkauf der Maschine A einen Verkaufserlös von 1.600 erzielen.

Vollrekonstruktionswert

(2) *Vollrekonstruktionswert* (auch: Vollreproduktionswert)

= Differenz der Ertragswerte von Altunternehmen und Neugründung

Idee:

- beinhaltet alle Unterschiede, z.B.
 - fehlende Substanz bei Einzelgütern = Investitionsbedarf
 - + übernommener Kundenstamm/Umsatz
 - ./.. Kundenverluste infolge des Verkaufs

aber:

- sehr komplizierte Bewertung (man bräuchte 2 Ertragswerte)
- dennoch fehlende Aussagekraft:
SW = 100; Verkäufer würde zu 75 verkaufen \Rightarrow kaufen ?

Beispiel: Vergleich zwischen Kauf und Neugründung

Steuerberater Jung, der im Moment noch als Angestellter in einer Steuerberatungsgesellschaft tätig ist, möchte sich künftig selbständig machen. Als Alternativen kommen die Übernahme der Kanzlei von Alt, der sich zur Ruhe setzen will, oder die Neugründung einer eigenen Praxis in Betracht.

Die Praxis von Alt weist einen Jahresumsatz von 400 auf. Hiermit sind laufende Kosten einschließlich erforderlicher Reinvestitionen von 70% des Umsatzes verbunden. Allerdings ist damit zu rechnen, dass bei einem Verkauf der Praxis an Jung einige Mandanten den Berater wechseln werden. Neue Kunden können nur sukzessive wieder hinzugewonnen werden. Der Umsatz beträgt daher in den ersten drei Jahren nach der Übernahme nur 70%, 80% und 90% des bisherigen Basisumsatzes.

Bei einer Gründung hofft Jung in 4 Jahren die Umsätze von 100 in t_1 , 200 in t_2 , 300 in t_3 auf ebenfalls 400 ab t_4 zu steigern. In jedem Jahr fallen wie bei Alt 70% des Umsatzes für laufende Kosten einschließlich Reinvestitionen an. Zusätzlich ist gleich zu Beginn eine Investition in die Erstausrüstung der Kanzlei von 160 erforderlich.

In beiden Fällen muss Jung seine ganze Arbeitskraft dem Unternehmen widmen. Der Jahreswert seiner Arbeitskraft beträgt 100. Der Kalkulationszinsfuß liegt bei 10%.

Berechnen Sie den Vollrekonstruktionswert als Differenz der Barwerte der Zahlungen von Kauf und Neugründung. Aus welchen Teilkomponenten setzt sich dieser Wert zusammen?

Berechnung: Barwert bei Kauf

t_0

t_1

t_2

t_3

t_4

t_5 ff.

Basisumsatz

tatsächliche
Mandanten

Ist-Umsatz

laufende Kosten
& Reinvestition

ZÜ

C_0

Berechnung: Barwert bei Neugründung

t_0 t_1 t_2 t_3 t_4 t_5 ff.

Ist-Umsatz

laufende Kosten
& Reinvestition

Anfangs-
Investition

ZÜ

C_0

Berechnung des Vollrekonstruktionswertes

$$\text{Vollrekonstruktionswert} = 1138,42 - 886,06 = 252,36$$

Werteinbuße
für verlorene
Mandanten

Wert des
übernommenen
Mandantenstammes

ersparte
Investition
am Anfang

1.138,42



1.200



1.046,06



886,06



Sollte ein Kaufangebot zu 200 angenommen werden?

a) Praxis
gründen

b) Praxis
kaufen

c) angestellt
bleiben

(Vereinfachung: „ewige“ Tätigkeit als Steuerberater durch Jung und seine Erben)

3.4. Liquidationswert

Liquidationswert

= Betrag, den der bisherige Eigentümer bei einem Verkauf aller einzelnen Vermögensgegenstände nach Begleichung aller Schulden erzielen könnte

Idee:

- Was kann man bei Zerschlagung des Unternehmen *herausholen*?
 - daher: Sonderform des Ertragswerts
- fließende Übergänge sind möglich:
 - Zerschlagungsgeschwindigkeit?
 - Zerschlagungsintensität?

 *Liquidationswert stellt Wertuntergrenze dar!*

Berechnung des Liquidationswerts

Absatzmarktwert aller einzeln verkehrsfähigen Vermögensgegenstände

- *Wert aller Schulden*
- Spesen beim Verkauf der Einzelgüter
- Kosten weiterlaufender Verträge während des Liquidationszeitraums
z.B. Mieten, Gehälter, Versicherungen
- Kosten der vorzeitigen Auflösung von Verträgen z.B. Vorfälligkeits-
entschädigungen bei Krediten, Leasingverträgen, Mietverträgen
- eventuell entstehende Sozialplanverpflichtungen
- Kosten des Liquidationsverfahrens und der Löschung
- Steuern bei Unternehmung und Anteilseigner

= *Liquidationswert*

4. Abwicklung einer Unternehmensbewertung

- *Auftrag = Vertrag*
 - Werkvertrag (Ergebnis wird geschuldet)
 - im Prinzip formfrei möglich
 - aber zur Klarstellung und Streitvermeidung schriftlich
- *wichtige Inhalte*
 - Abgrenzung des Bewertungsauftrags
 - je nach Problem
 - auch Funktion des Bewerbers
 - Auftragsbedingungen (z.B. nötige Unterlagen, Auskünfte)
 - Honorar

Arbeitspapiere

- *Begriff der Arbeitspapiere*
 - Dokumente / Auskünfte / Unterlagen / eigene Recherchen (inkl. Rechenmodelle z.B. Excel)
 - vom bewerteten Unternehmen / von Dritten / selbst erstellt
- *Ziele: Begründung und Nachvollziehbarkeit*
 - des Gesamtbewertungsergebnisses
 - aller einzelnen Arbeitsschritte

Bewertungsgutachten

Gliederungsvorschlag nach IDW S 1, Tz. 175-179

- Bewertungsauftrag
- Beschreibung des Bewertungsobjekts
- Informationen/Unterlagen, welche der Bewertung zugrunde liegen
- Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens
(Vergangenheitsanalyse, Planungsrechnung, Zinssatz, Barwert)
- ggf. auch Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- ggf. Plausibilitätsbeurteilung (Multiples?), ggf. Vergleich mit Börsenkurs
- *abschließende Feststellungen = Ergebnis*, je nach Auftrag:
 - i.d.R. Wert
 - u.U. Wertspanne
- *möglicherweise Anhang*:
 - Entlastung von Rechendetails
 - Aufnahme von vertraulichem Material bei verschiedenen Empfängern

Bsp. Wavelight AG

A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1	g) Abschreibungen	46
		h) Finanzergebnis	47
B. Beschreibung der WaveLight AG	5	i) Außerordentliches Ergebnis	47
I. Rechtliche und steuerliche Grundlagen	5	j) Ertragsteuern	48
II. Wirtschaftliche Grundlagen	9	k) Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	48
1. Geschäftstätigkeit und Organisation	9	l) Verlustausgleich Alcon, Inc.	49
2. Marktentwicklung	12	m) Beurteilung der Ertragsplanung	49
3. Wettbewerbssituation	18	3. Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	50
a) Wettbewerber	19	III. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	52
b) Marktverteilung	20	1. Basiszinssatz	53
C. Grundsätzliches zum Unternehmenswert	23	2. Risikozuschlag	54
I. Funktionsabhängigkeit des Unternehmenswerts	23	3. Wachstumsabschlag	63
II. Bewertungsgrundsätze	24	4. Ableitung der Kapitalisierungszinssätze	66
1. Allgemeines	24	IV. Bewertung der WaveLight AG	67
2. Ertragswert	24	1. Ermittlung des Ertragswerts	67
3. Liquidations- und Substanzwert	25	2. Sonderwerte	68
4. Börsenkurs	26	3. Unternehmenswert	68
5. Vergleichsorientierte Bewertung	27	V. Vergleichsorientierte Bewertung	69
6. Kapitalisierung der festen Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag	27	VI. Börsenkurs	72
III. Bewertungsobjekt	32	E. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	79
IV. Bewertungsstichtag	32	F. Ergebnis	80
D. Erläuterung zum Ergebnis der Bewertung	33		
I. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	33		
1. Allgemeines	33		
2. Vermögenslage	34		
3. Ertragslage	38		
II. Planungsrechnungen	40		
1. Beschreibung des Planungsprozesses	40		
2. Ertragsplanung	41		
a) Umsatzerlöse	42		
b) Bestandsveränderungen	43		
c) Aktivierte Eigenleistungen	43		
d) Materialaufwand	44		
e) Personalkosten	45		
f) Sonstige betriebliche Aufwendungen	46		

**EBNER
& STOLZ
PARTNER**

Dr. Ebner, Dr. Stolz
und Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Stuttgart