

**Prof. Dr. Klaus Henselmann**  
Rechnungswesen und Prüfungswesen

# **Unternehmensbewertung**

**F A C T**

# Wir danken unseren Kooperationspartnern



**SIEMENS**

**ERGO** Direkt



**Deloitte.**



Rödl & Partner



# 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 (60 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 ( <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

$\beta$	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
$i_{ff}$	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, Springer Gabler Verlag
- **Franken, Lars / Schulte, Jörn / Dörschell, Andreas:** Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Düsseldorf 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

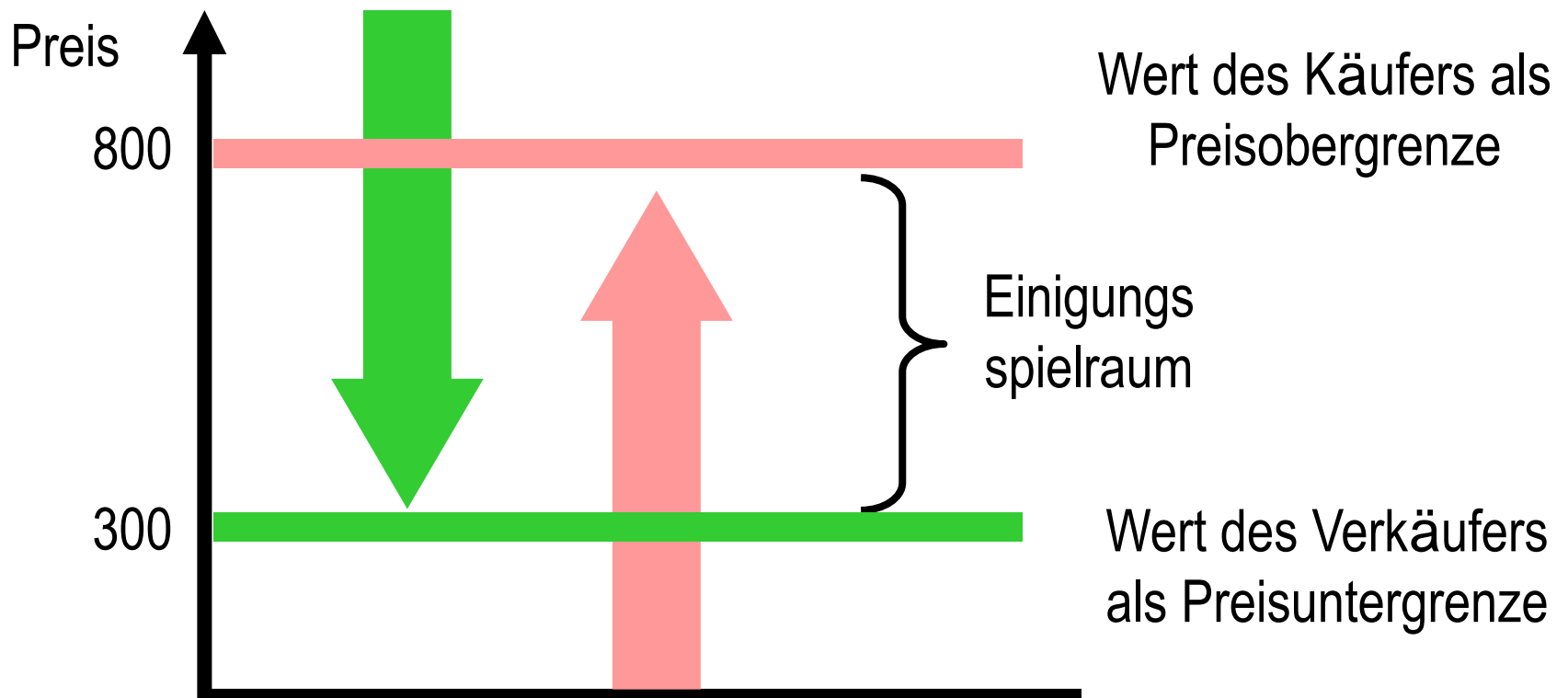
- wertorientiertes Management (geschäftspolitische Entscheidungen, Leistungsbeurteilung von Führungskräften)
- Rechnungslegung (Buchwerte von Beteiligungen und Firmenwerten)

# Beispiele für gesetzliche Bewertungsanlässe

- *Familien- und Erbrecht*
  - Zugewinnausgleich (§ 1378 BGB)
  - Streit über Erbaueinandersetzung (§ 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

$t_0$

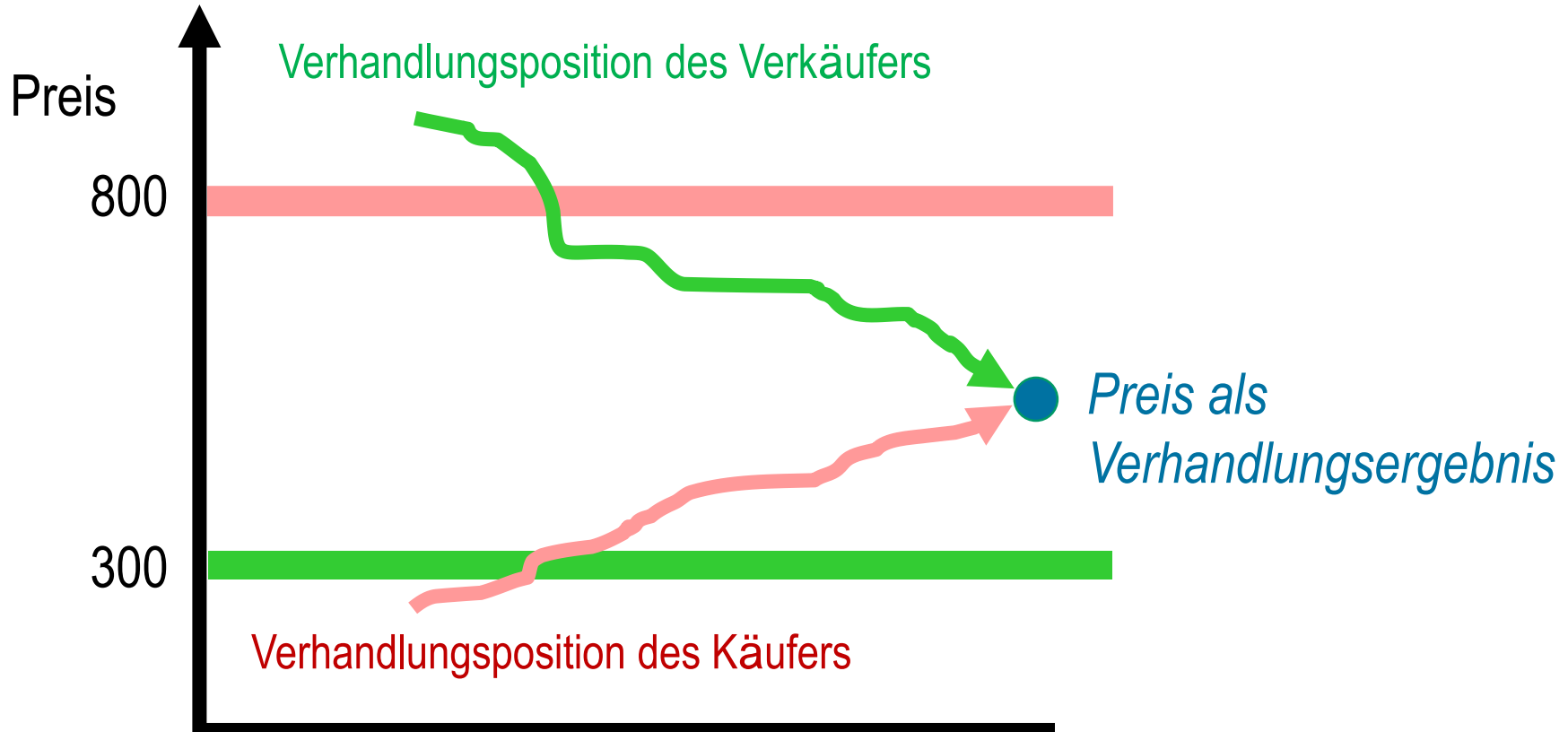
$t_1$

$t_2$  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:

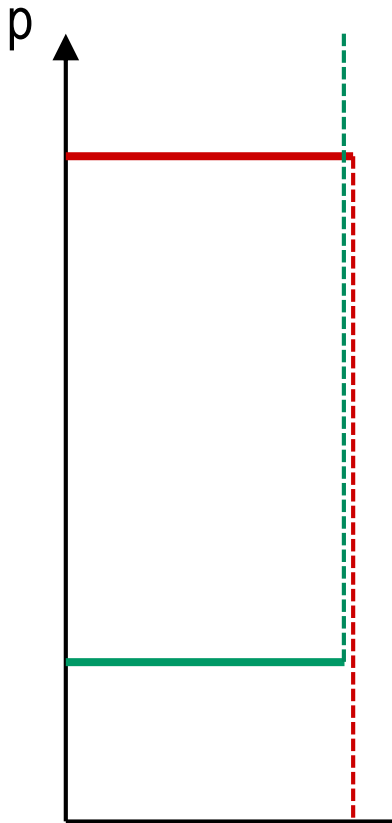
(1) Aus früheren Preisen für ähnliche Unternehmen

(2) Wie würde ein „Durchschnittserwerber“ das Unternehmen bewerten?

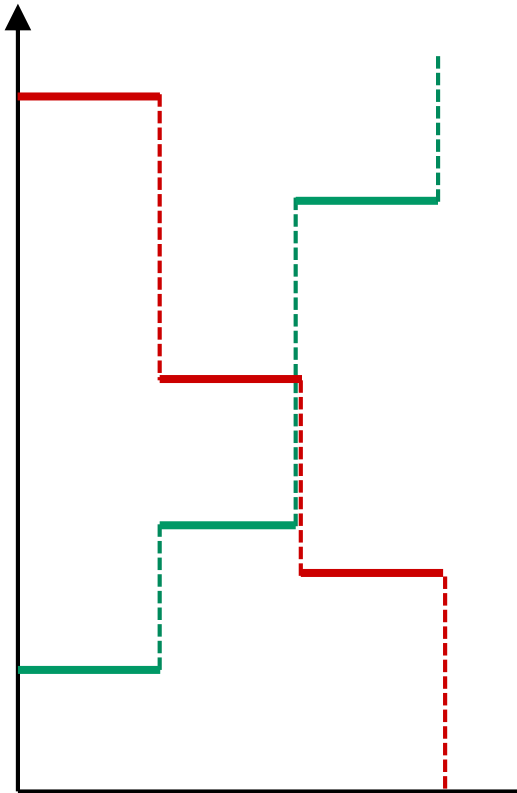
→ durch „neutralen Gutachter“ ermittelt

# zu (1) Gibt es einen Verkehrswert? → Preisbildung nach Marktformen

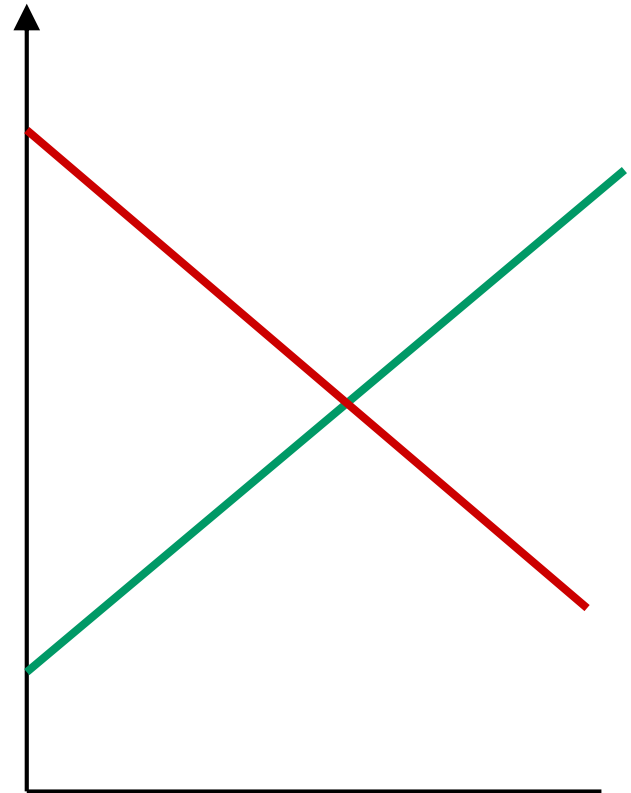
a) 1 Käufer  
1 Verkäufer



b) 3 Käufer  
3 Verkäufer



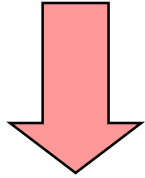
c)  $\infty$  Käufer  
 $\infty$  Verkäufer





## zu (2) Wie hoch ist Preis für „Durchschnittserwerber“? → Typisierung & Objektivierung der Annahmen

a) eigentlich: individuelle Verhältnisse, aber:



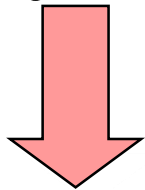
- sind verschieden (2 Eigentümer) *oder*
- sind unbekannt (künftiger Käufer, anonyme Aktionäre)

Lösung:

„*typisierende*“ Annahmen

(d.h. von durchschnittlichen Verhältnissen ausgehen)

b) eigentlich: individuelle Zukunftserwartungen, aber:



- Streitgefahr
- Beweisprobleme gegenüber Dritten

Lösung:

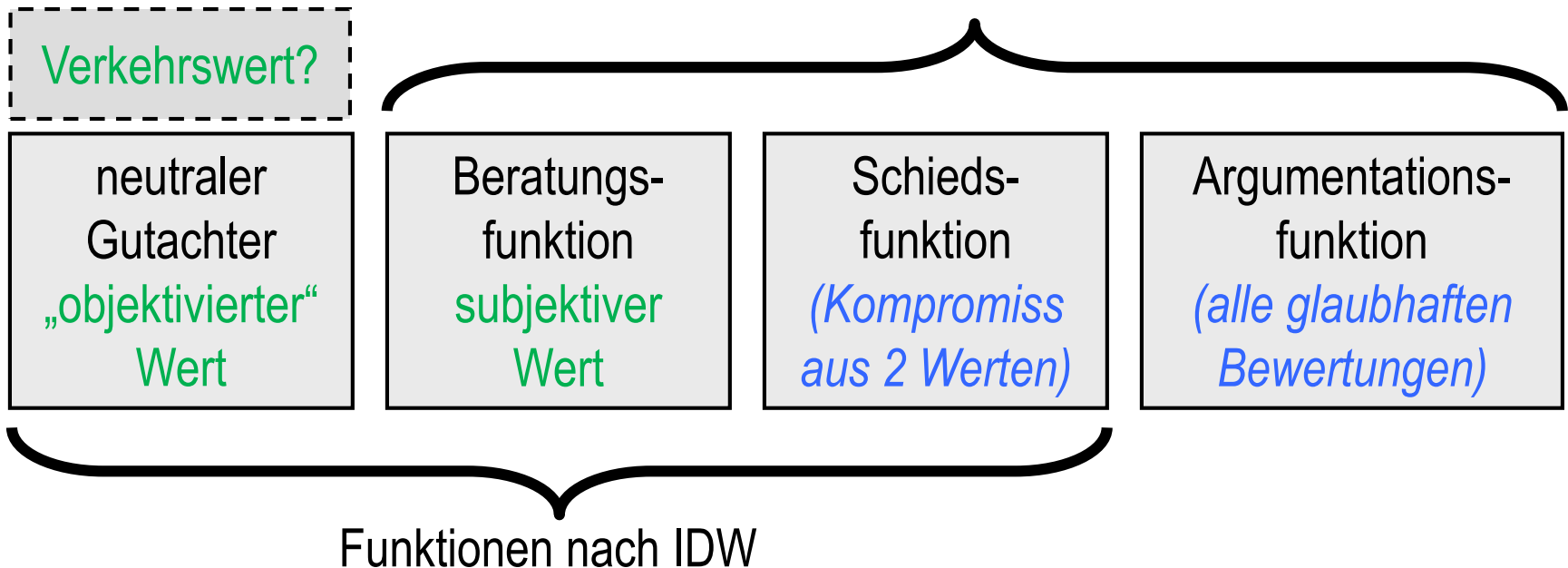
„*objektivierende*“ Annahmen

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

## 2.4. Funktionenlehre

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

### Funktionenlehre der Betriebswirtschaftslehre



## 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

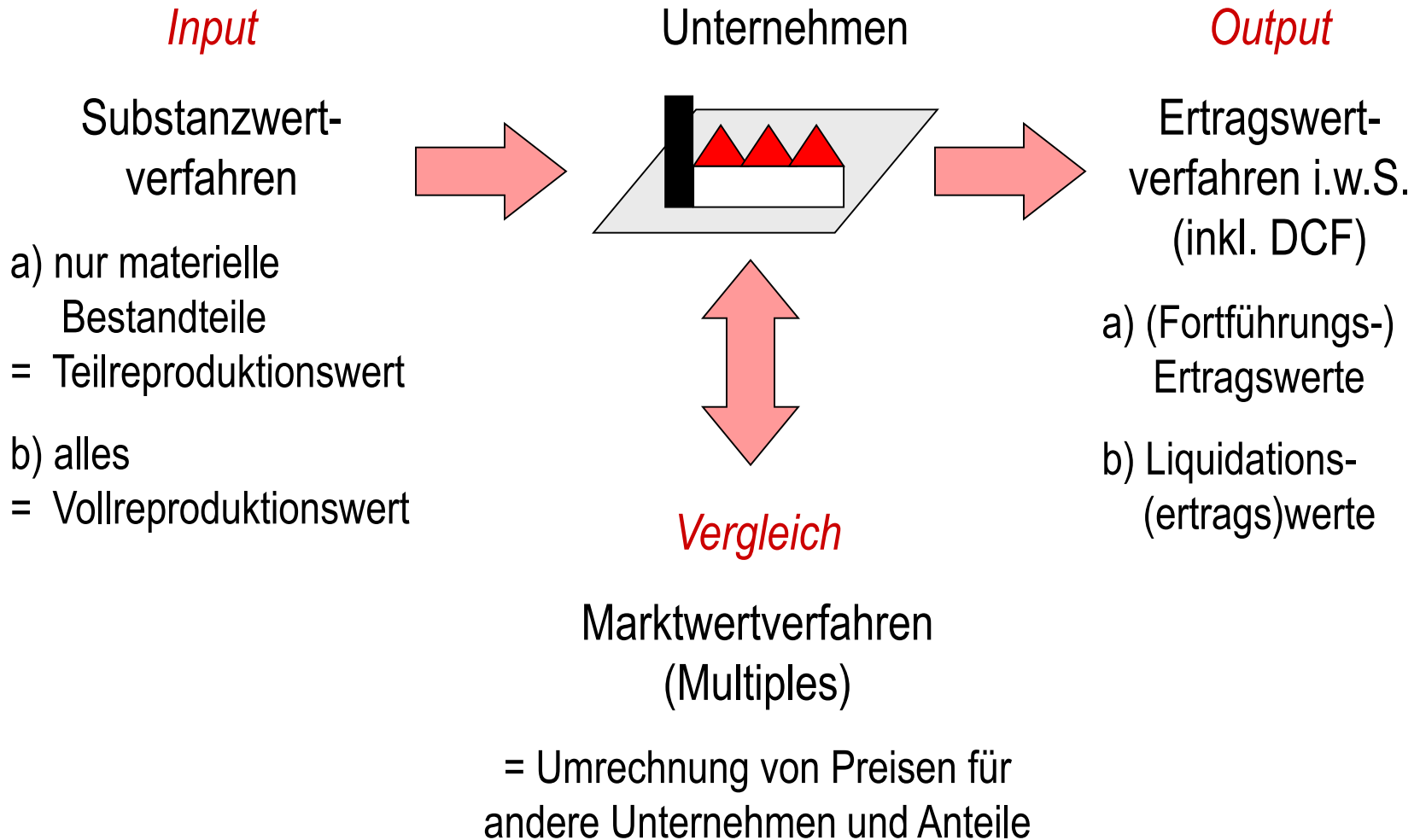
Was gilt in Theorie und Praxis als „richtig“?

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

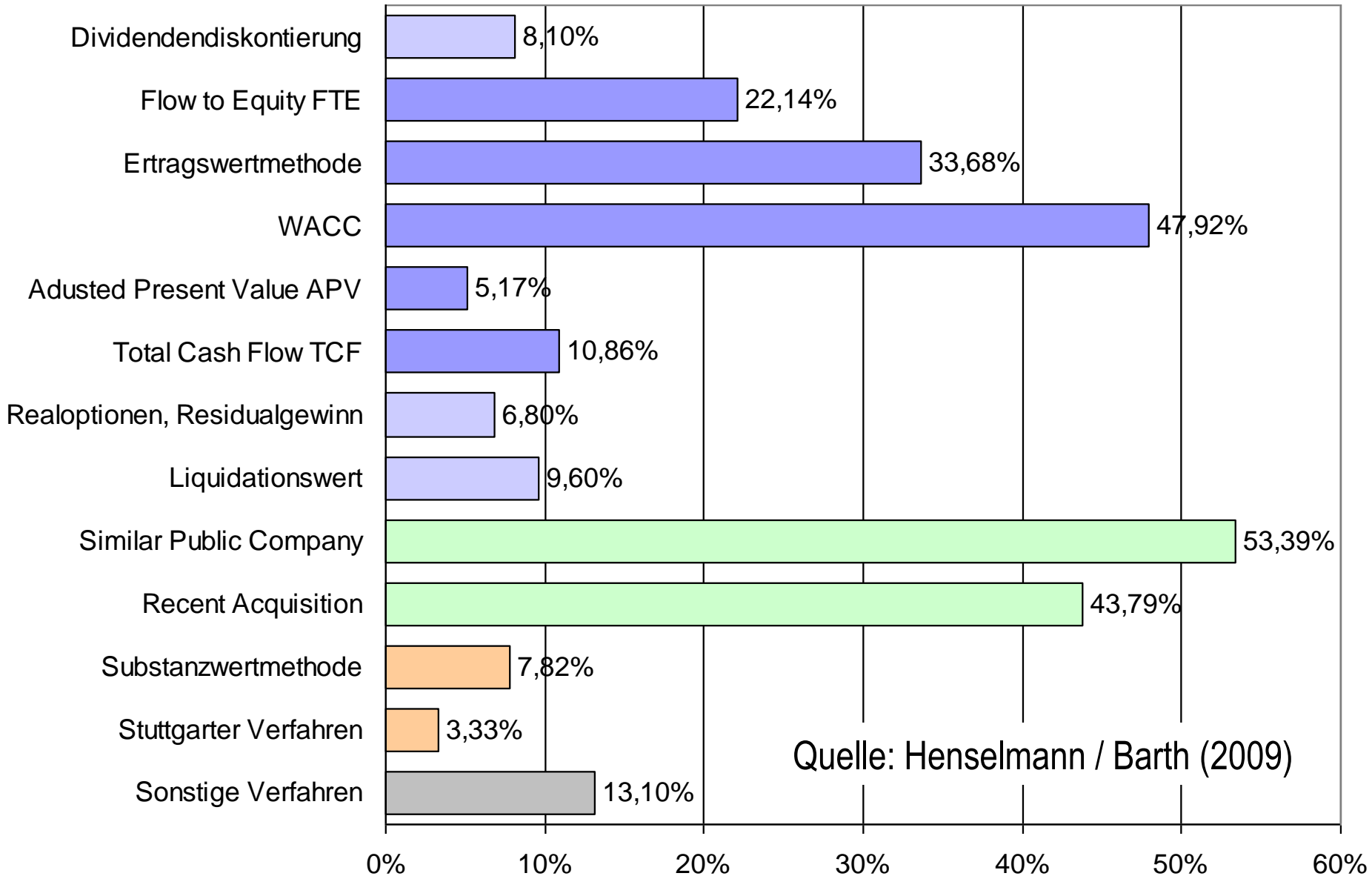
# Standardsetter und ihre Standards

- *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.)

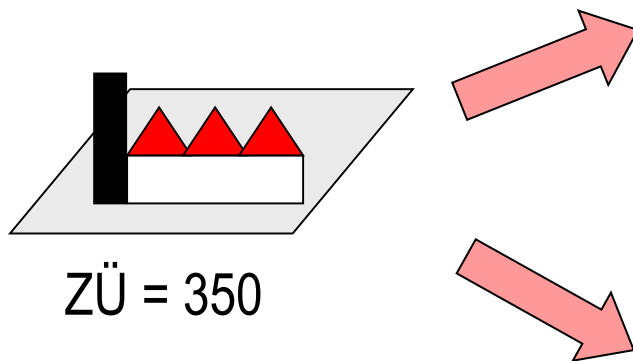
Übliche Vereinfachungen von Ertragswertverfahren?

- *Zielfunktion?*
  - alle Zielarten des Eigentümers
  - nur monetäre Ziele (zumindest für die Rechnung)
- *Zukunftsprognose?*
  - Planung für alle künftigen Umweltlagen
  - Planung für ausgewählte Szenarien
  - „einwertige“ Planung mit (durchschnittlichen) Erwartungswerten
- *Vergleichsmaßstab für die Bewertung?*
  - alle alternativ denkbaren Investitionsmöglichkeiten für den Eigentümer (und bei Mitarbeit im Unternehmen: alternativen Arbeitsmöglichkeiten)
  - „kalk. Zins“ (Kapitalkosten) = beste alternative Investitionsmöglichkeit („kalk. Unternehmerlohn“ = beste alternative Arbeitsmöglichkeit)

# Mitarbeit im Unternehmen ohne (angemessenes) Gehalt?

## → „kalk. Unternehmerlohn“

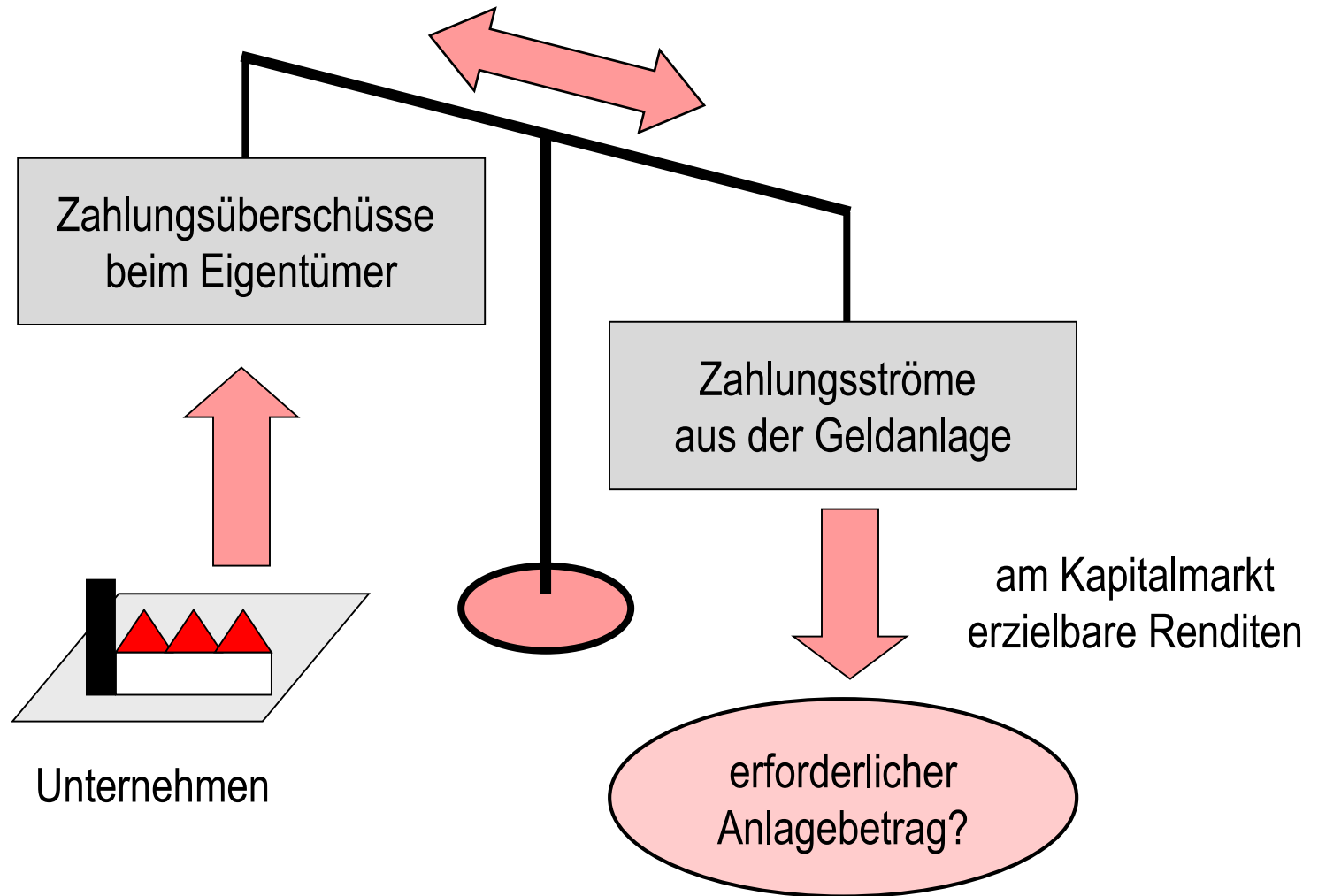
Insbesondere bei Klein- und Mittelbetrieben beruhen die erwirtschafteten Zahlungsüberschüsse häufig auf 2 Quellen:



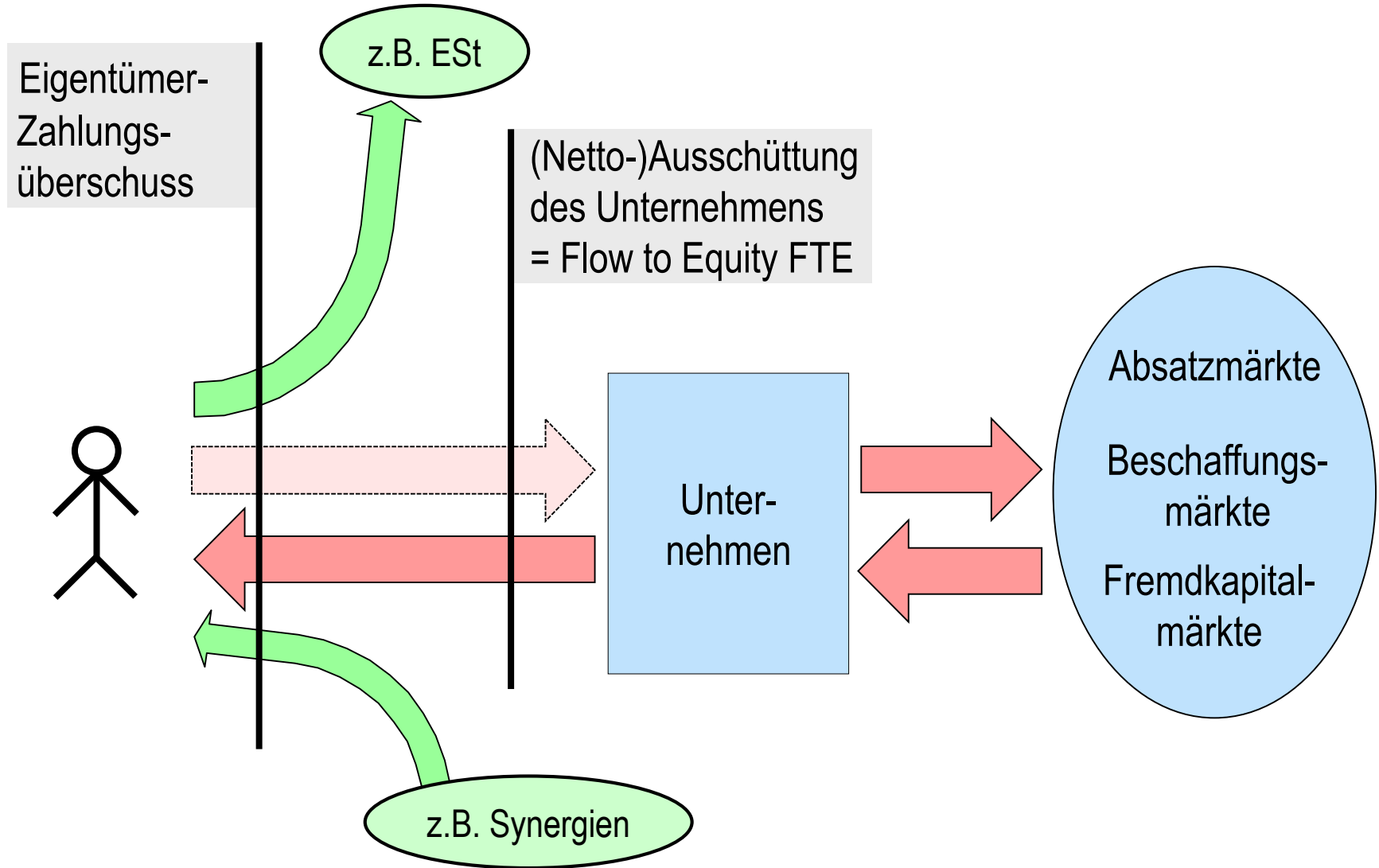
- wegen des Einsatzes der eigenen Arbeitskraft (ohne Aufwand für Gehaltszahlung in der GuV)
- wegen der Investition von Kapital

Wert der Arbeitskraft als „fiktives Gehalt“ behandelt und daher abziehen.

# Bewerten als Vergleichen → Diskontierung

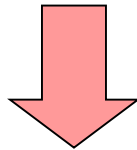


# Ableitung des Eigentümer-Zahlungsüberschusses (1)

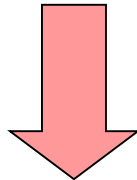


# Ableitung des Eigentümer-Zahlungsüberschusses (2)

- *erwirtschafteter Zahlungsüberschuss des Unternehmens*  
(Absatzmärkte, Beschaffungsmärkte, Fremdkapitalmärkte)  
dazu integrierte Erfolgs-, Bilanz- und Finanzplanung aufstellen!



- ist Grundlage für *(Netto-)Ausschüttung aus dem Unternehmen (FTE)*



*persönliche Steuern abziehen*

*ggf. Synergieeffekte mit anderen Unternehmen einbeziehen*

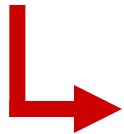
- Eigentümer-Zahlungsüberschuss  
= künftige *(Netto-)Zuflüsse beim Eigner aufgrund des Unternehmens*
- *diskontieren: Unternehmenswert als Barwert*

## 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	
<b>Prime All Share</b>		21,2	19,1	12,8	144,2	215
<b>DAX 30</b>		18,5	17,0	13,5	95,9	24
<b>TecDAX 30</b>		30,7	30,7	24,7	160,6	22
<b>MDAX 50</b>		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):

<b>Bilanz 31.12.</b>					
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

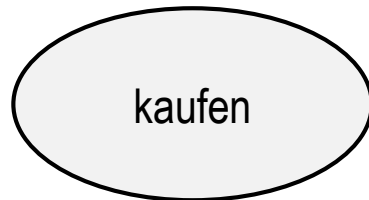
$$\text{Vollrekonstruktionswert} = 1138,42 - 886,06 = 252,36$$

Werteinbuße  
für verlorene  
Mandanten

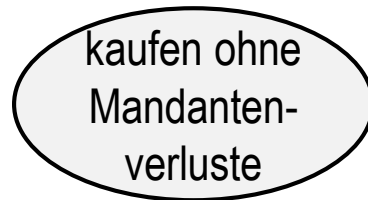
Wert des  
übernommenen  
Mandantenstammes

ersparte  
Investition  
am Anfang

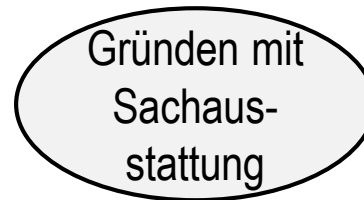
**1.138,42**



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 Unternehmens *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 Bewerter
  - 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