

# **Anlässe, Funktionen und Methoden der Unternehmensbewertung**

Schweitzer Sortiment

Dr. Jörg Mugler

München, 20. November 2012

## Agenda

1. Einführung
2. Bewertungsanlässe
3. Bewertungsfunktionen
4. Bewertungsmethoden
5. Zusammenfassung

# 1. Einführung

---

- Unternehmensbewertung
  - „Königdisziplin“ der Betriebswirtschaftslehre
    - Schnittstelle von Finanzwirtschaft, Rechnungslegung und Steuern
  - zugleich auch ein mehr als komplexes Thema im Unternehmensalltag
    - strategische Fragestellungen mit großen Chancen, aber auch Risiken
  - Jede Bewertung ist anders!
    - daher sind Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung unentbehrlich
      - Bewerten heißt vergleichen!

# 1. Einführung

---

- Im Fokus jeder Bewertung:
  - Differenzierung nach
    - Bewertungssubjekt (= Adressat)
      - Käufer/Verkäufer, Eigentümer/Gesellschafter, Bilanzleser
    - Bewertungsobjekt
      - Unternehmen(-santeile), Beteiligungen, Teilbetriebe, Betriebsvermögen
    - Bewertungsanlass
      - einmalig vs. wiederkehrend
    - Bewertungszweck
      - angestrebte Änderung von Eigentumsverhältnissen?
    - Bewertungsmethode
      - Gesamt- vs. Einzel- vs. Vergleichs- Bewertung

## 1. Einführung

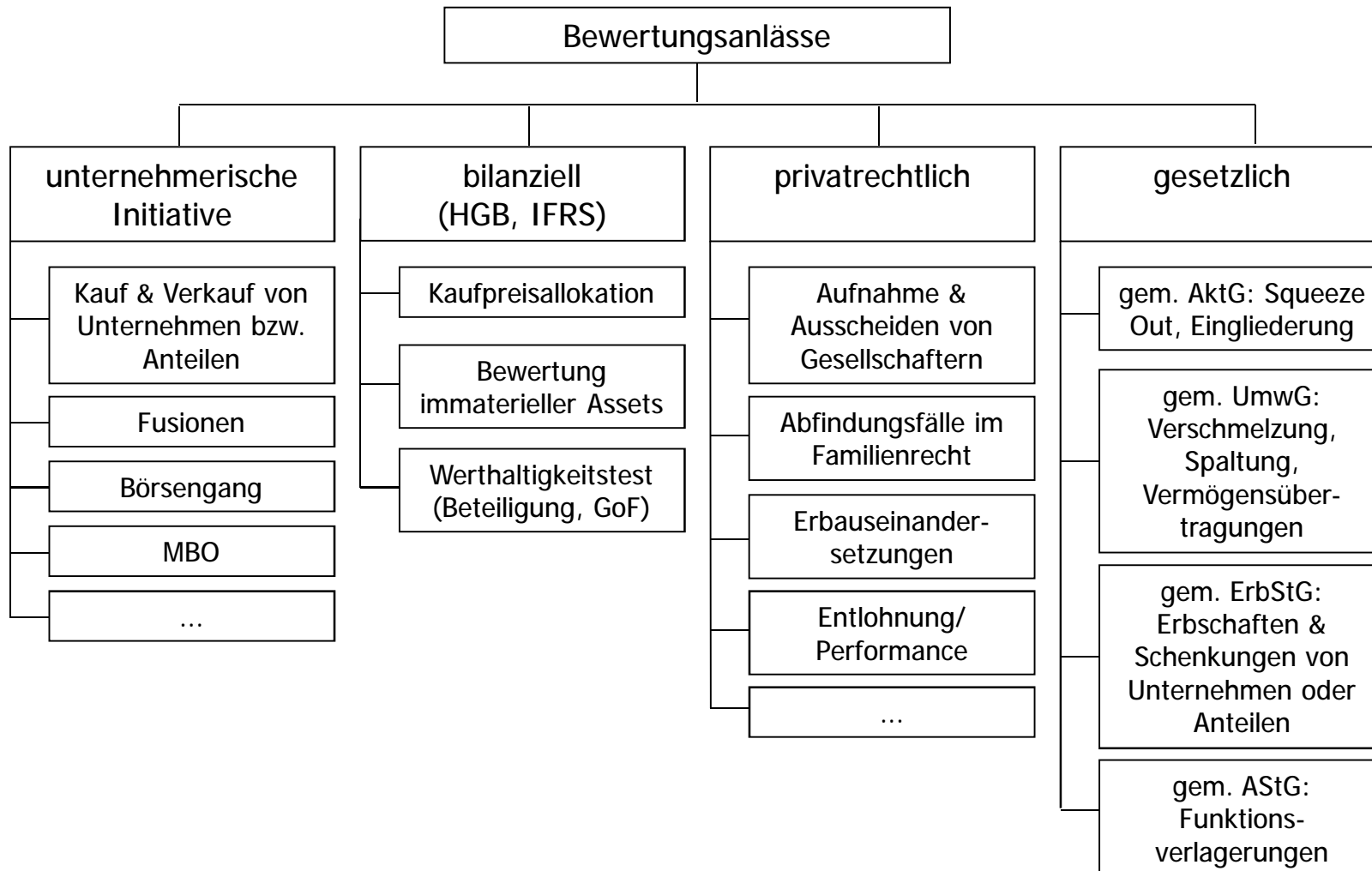
---

- Im Fokus jeder Bewertung:
  - „Bewerten heißt vergleichen!“ → Vergleich des Bewertungsobjekts mit (bester) Alternativenanlage → **Äquivalenzprinzipien**
    - Laufzeitäquivalenz
      - einheitlicher Bewertungshorizont
    - Risikoäquivalenz
      - Berücksichtigung von Unsicherheit
    - Steueräquivalenz
      - Berücksichtigung von Unternehmens- und Unternehmerebene
    - Ausschüttungsäquivalenz
    - Kaufkraftäquivalenz
      - nominal/real

## Agenda

1. Einführung
2. Bewertungsanlässe
3. Bewertungsfunktionen
4. Bewertungsmethoden
5. Zusammenfassung

## 2. Bewertungsanlässe



## 2. Bewertungsanlässe

---

- Häufigkeit und Standardisierbarkeit von Bewertungsanlässen
  - einmalig und individuell
    - unternehmerische Initiativen
    - privatrechtliche Bewertungsanlässe (Gesellschafterkonflikte)
    - gesellschaftsrechtliche Bewertungsanlässe nach AktG, UmwG
    - steuerliche Bewertungsanlässe nach ErbStG, AStG
      - allerdings verlangen steuerliche Regelungen Typisierung (Objektivierbarkeit)
  - wiederkehrend und standardisiert
    - bilanzielle Bewertung von Beteiligungen und Goodwill (IFRS)
    - Entlohnungsregeln
    - Performancemessung



## Agenda

1. Einführung
2. Bewertungsanlässe
3. Bewertungsfunktionen
4. Bewertungsmethoden
5. Zusammenfassung

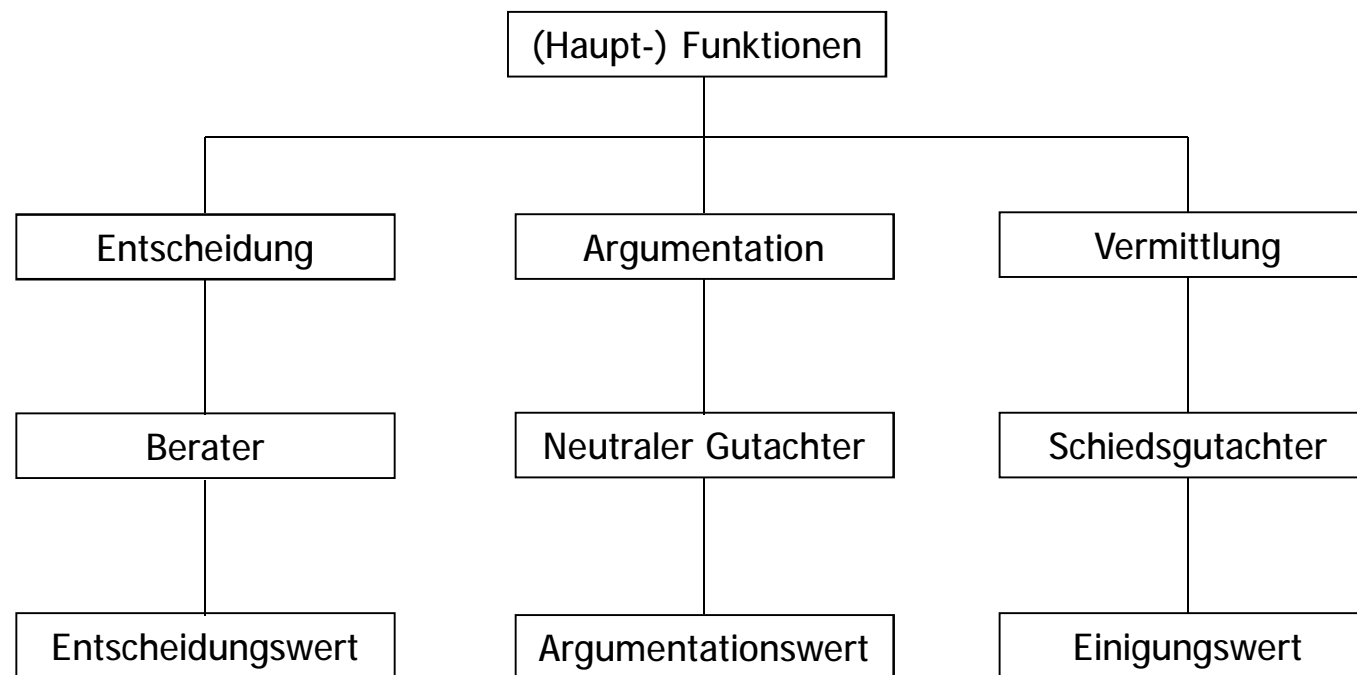
### 3. Bewertungsfunktionen

---

- **Bewertungszweck**
  - in der deutschsprachigen Forschung und Lehre Prinzip der **funktionalen Unternehmensbewertung**
  - demnach gibt es **nicht den einen** bzw. **den einen richtigen** Unternehmenswert
  - sondern funktionsabhängig verschiedene Unternehmenswerte
  - Unterscheidung nach Haupt- und Nebenfunktionen
    - Kriterium: angestrebte Änderung von Eigentumsverhältnissen
  - im angelsächsischen Bereich verstärkt pragmatische Herangehensweise mit Fokus auf Ermittlung von Marktwerten („Fair Value“)
  - beide Sichtweisen fließen in IDW S 1 i.d.F. 2008 ein
    - zweckabhängige Bewertung
    - aber Grundsatz der Methodenvielfalt

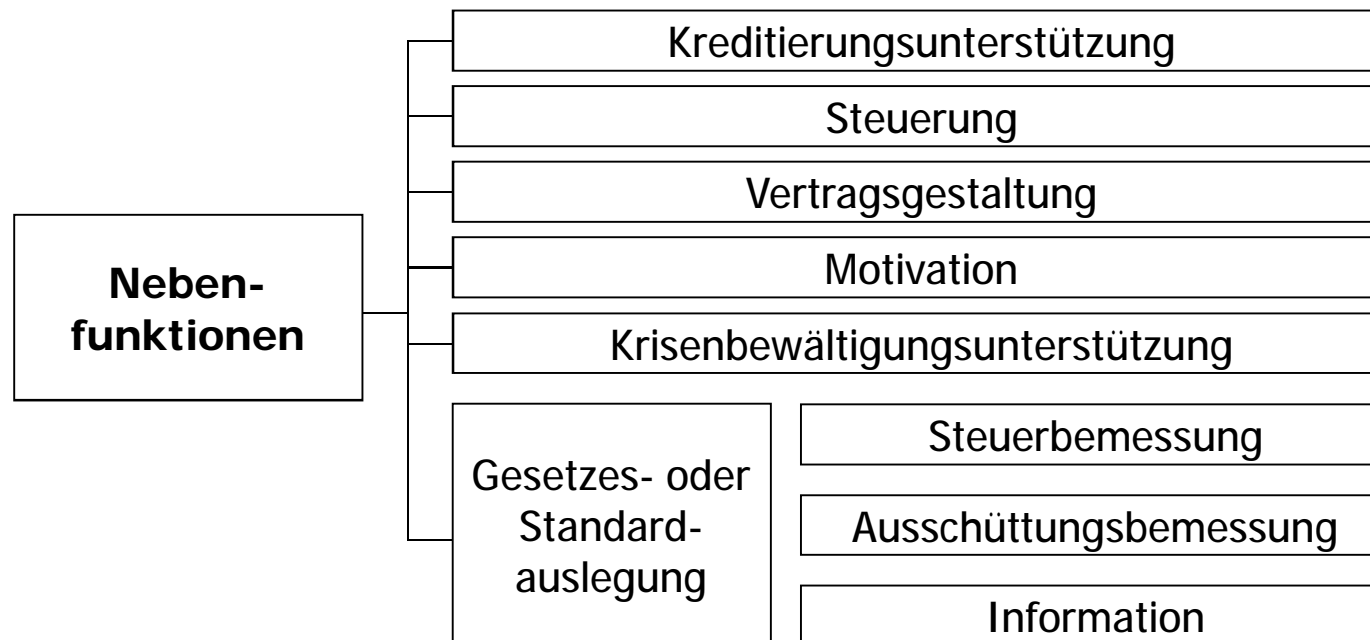
### 3. Bewertungsfunktionen

- Hauptfunktionen
  - angestrebte Änderung von Eigentumsverhältnissen am Bewertungsobjekt



### 3. Bewertungsfunktionen

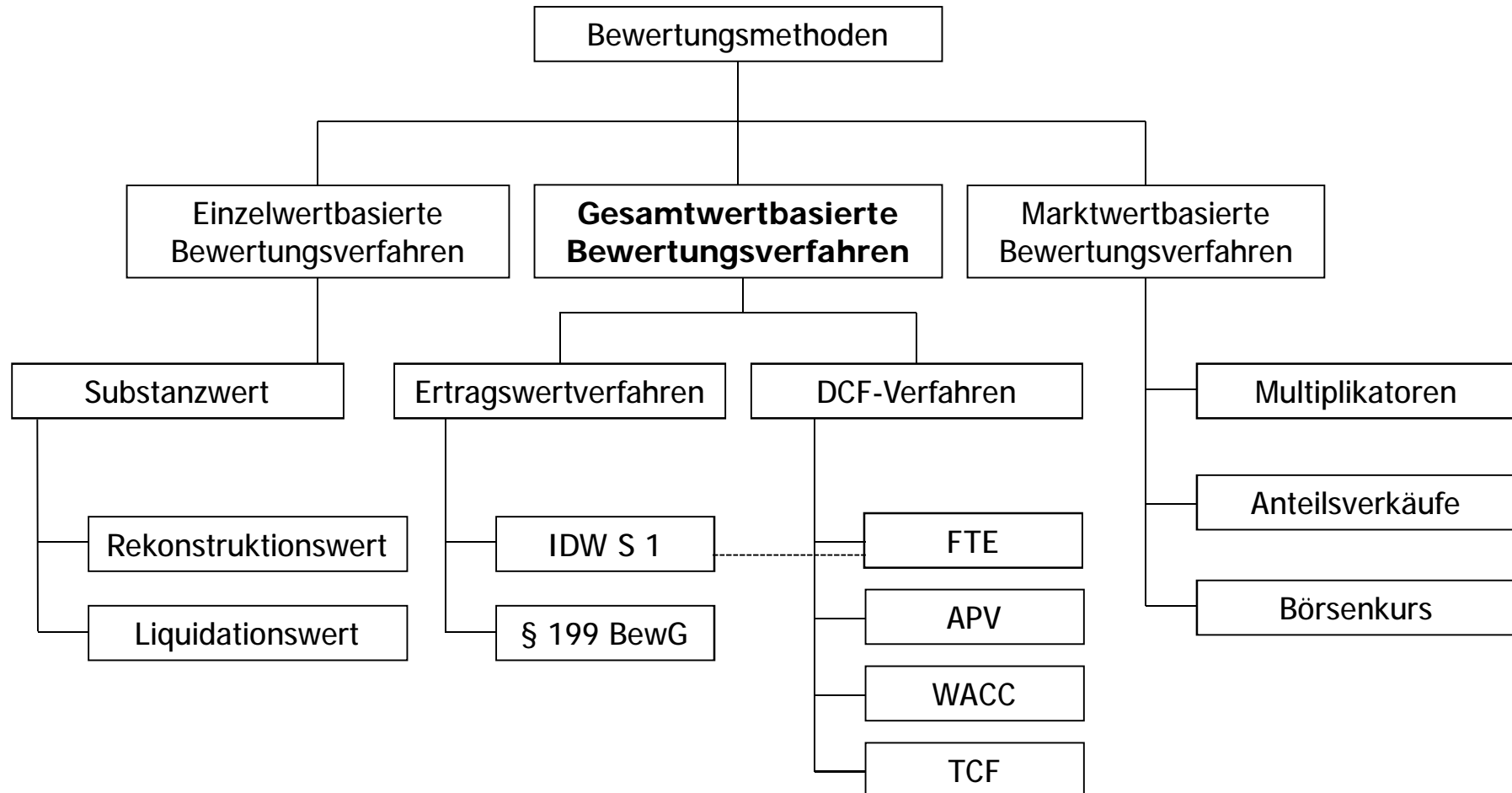
- Nebenfunktionen
  - keine angestrebte Änderung von Eigentumsverhältnissen am Bewertungsobjekt



## Agenda

1. Einführung
2. Bewertungsanlässe
3. Bewertungsfunktionen
4. Bewertungsmethoden
5. Zusammenfassung

## 4. Bewertungsmethoden



## 4. Bewertungsmethoden

- Gesamtwertbasierte Bewertungsverfahren
  - Ertragswert- und DCF-Verfahren als Barwertkalküle (Zukunftsbezug)
    - risikoadäquate Abzinsung (Unsicherheit) von künftigen den Eignern zufließenden Überschüssen (Zahlungsstrombezug) auf den Bewertungsstichtag

$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Überschüs } \mathfrak{e}_t}{(1 + k)^t}$$

- Bewertung von Güterbündeln („Gesamtwert“)
  - Unternehmen, Teilbetrieb, „zahlungsmittelgenerierende Einheit“, Beteiligung etc.
    - unter Berücksichtigung von Verbundeffekten (immaterielle Faktoren)
- Ertragswertverfahren und DCF-Methode führen unter bestimmten Prämissen hinsichtlich Zähler (Überschüsse) und Nenner (Kapitalkosten) zum gleichen Ergebnis
- nach IDW S 1 i.d.F. 2008 sind beide Verfahren grds. anwendbar

## 4. Bewertungsmethoden

---

- Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008
  - objektiver Unternehmenswert
    - intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert (Argumentationswert)
      - Unternehmensfortführung auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts
  - subjektiver Unternehmenswert
    - Entscheidungswert auf Basis subjektiver Erwartungen des Bewertungsadressaten
      - Unternehmensfortführung auf Basis des Unternehmenskonzepts des Bewertungsadressaten
- Berücksichtigung von Synergien hängt von Ausgestaltung des Unternehmenswertes ab



- Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008
  - Überschüsse (**Zähler**)
    - abzuleiten aus GuV (Ausschüttbarkeit) und Finanzplan (Finanzierbarkeit)
      - Detailphase (Phase I, 2-5 Jahre) und ewige Rente (Phase II)
    - Zuflüsse beim Eigner (Zahlungsstrombezug)
      - Ausschüttungen und Entnahmen abzüglich Einlagen
    - Berücksichtigung von Synergien (1+1=3!) und unternehmerischen Maßnahmen
      - objektiviert → nur unechte Synergien:  
Ausnutzung von Größeneffekten, Kostenreduktion durch Zusammenlegung einzelner Bereiche, Nutzung von Verlustvorträgen sowie bereits feststehende unternehmerische Maßnahmen
      - subjektiv → auch echte Synergien, d.h. nur mit Bewertungsobjekt realisierbar:  
Know-how-Transfer, Erschließung neuer Absatzmärkte/Vertriebskanäle etc.  
sowie geplante bzw. beabsichtigte unternehmerische Maßnahmen

## 4. Bewertungsmethoden

---

- Ertragswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008
  - Eigenkapitalkosten (**Nenner**):  $k = i_{\text{risikolos}} + \beta \times \text{MRP}$ 
    - Basiszinssatz  $i_{\text{risikolos}}$  gem. IDW S 1 basierend auf
      - „risikolosen“ langlaufenden Staatsanleihen: aktuell (Nov. 2012): 2,25 %
    - Marktrisikoprämie MRP
      - i.d.R. abgeleitet aus durchschnittlichen (historischen) Kapitalmarktrenditen
      - CAPM: aktuell 5,5 % bis 7,0 % (objektiviert)
      - Tax-CAPM: aktuell 5,0 % bis 6,0 % (subjektiv)
    - Betafaktor  $\beta$  als unternehmensspezifisches Risikomaß
      - Risiko des Bewertungsobjekts im Verhältnis zum Risiko des Gesamtmarkts
      - $\beta > (<) 1$ : höheres (niedrigeres) Risiko als Gesamtmarkt
      - Anpassung des Betafaktors an Finanzierungsstruktur

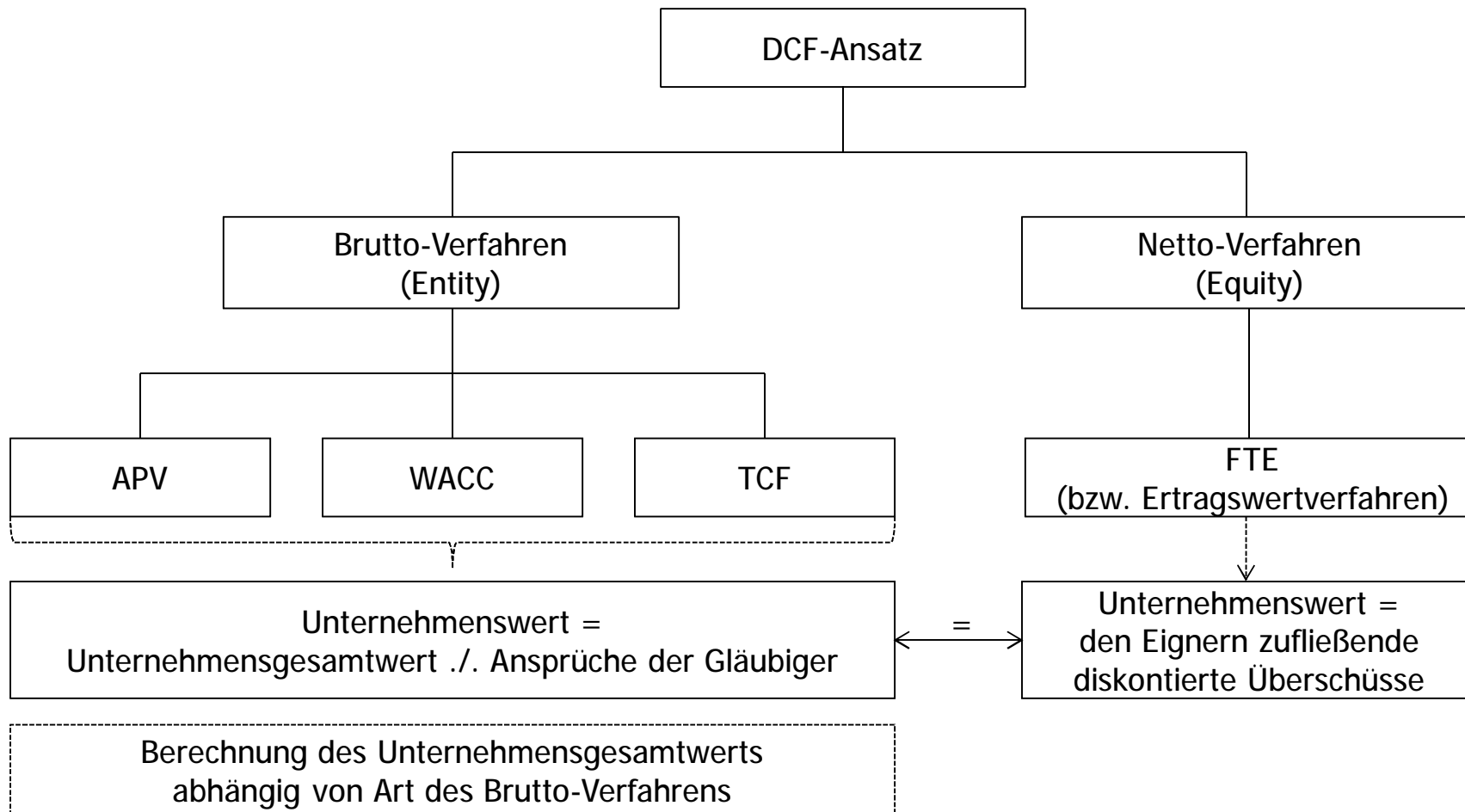
## 4. Bewertungsmethoden

---

- DCF-Verfahren
  - international übliche (angloamerikanische) Bewertungskonzeption
  - Fokussierung auf abgezinste Zahlungsströme („discounted cashflows“)
    - Ermittlung des Unternehmenswerts als Marktwert des Eigenkapitals („shareholder value“)
      - durch Diskontierung der dem Eigner zufließenden Überschüsse mit am Kapitalmarkt beobachtbaren (= durchschnittlich erzielbaren) Renditen (CAPM)
  - Unterscheidung in vier DCF-Ansätze
    - bzw. drei Brutto- (Entity-) und ein Netto- (Equity-) Verfahren
  - bzgl. Überschüssen (Zähler) und Zinssatz (Nenner)
    - unter Berücksichtigung von Tax Shields
      - Steuervorteil aus Abziehbarkeit von Fremdkapitalzinsen
  - bei konsistenten Annahmen sind DCF-Ansätze wertmäßig identisch

## 4. Bewertungsmethoden

### ■ DCF-Verfahren



## 4. Bewertungsmethoden

---

- Einzelwertbasierte Verfahren
  - „**Substanzwert**“ i.S. eines Rekonstruktionszeitwerts
    - Wiederbeschaffungskosten der einzelnen Vermögensgegenstände als Wertbasis
  - Basis: bilanzierungsfähiges Wert- und Mengengerüst
    - Berücksichtigung von bilanzierungsfähigen, aber nicht angesetzten Gütern
  - **Liquidationswert**
    - absatzmarktorientierte Ermittlung (Veräußerungs- bzw. Zerschlagungsfiktion)
    - unter Berücksichtigung von Zerschlagungskosten
  - Basis: bilanzierungsfähiges Wert- und Mengengerüst
    - Berücksichtigung von bilanzierungsfähigen, aber nicht angesetzten Gütern

## 4. Bewertungsmethoden

---

- Marktwertbasierte Verfahren
  - Plausibilisierung von Ertrags- und DCF-Werten durch
    - **Multiplikatoren** = am Markt beobachtete Relationen
      - von Börsenwert vergleichbarer Unternehmen (Peer Groups)
      - und bestimmten Bezugsgrößen wie Umsatz, EBIT oder JÜ
    - **Anteils(ver)käufe** in unmittelbarer Zeit vor der zu beurteilenden Transaktion
    - **Börsenkurs** bzw. Marktkapitalisierung (Produkt aus Börsenkurs und im Umlauf befindlichen Aktien)
      - falls zu bewertendes Unternehmen börsennotiert ist
  - aber fehlende Entscheidungsrelevanz, da kein Bezug zu künftigen bewertungsrelevanten Überschüssen des Bewertungsobjekts
    - ersatzweise für junge Unternehmen oder Freiberuflerpraxen entscheidungsrelevant

## Agenda

1. Einführung
2. Bewertungsanlässe
3. Bewertungsfunktionen
4. Bewertungsmethoden
5. Zusammenfassung

## 5. Zusammenfassung

---

- Bewertungsfragen zeichnen sich durch hohe Komplexität aus
- Jede Bewertung ist anders!
  - Unternehmensbewertungen sind stets zweck- und anlassbezogen durchzuführen
- IDW S 1 i.d.F. 2008 als maßgeblicher Standard für Unternehmensbewertungen durch Wirtschaftsprüfer
  - Grundsatz der Methodenvielfalt
  - aber nur gesamtwertbasierte Verfahren sind entscheidungsrelevant
  - wobei Liquidationswerte als Wertuntergrenze dienen
  - Vergleichsverfahren dienen grds. der Plausibilisierung
  - generell gilt, dass Substanz i.S.v. Rekonstruktionswerten keine Entscheidungsgrundlage darstellen



Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit !

Haben Sie noch Fragen?



- Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!
- Haben Sie noch Fragen?
  - Dr. Jörg Mugler, Dipl.-Kfm.
  - [joerg.mugler@kleeberg.de](mailto:joerg.mugler@kleeberg.de)
  
  - Telefon: 089 55 983-241
  - Telefax: 089 55 983-280
  
  - Weitere Informationen unter:
  - [www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)



---

## Disclaimer

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten und Kunden sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Stand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die in diesem Dokument gegebenen Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, jedoch nicht einer neutralen Prüfung unterzogen haben. Die Herausgeber/Autoren übernehmen keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Die in dieser Untersuchung vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Herausgeber/Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

## Copyright-Vermerk

© 11/2012. Herausgeber dieses Werks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Werk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z. B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photo-mechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Werk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.