


Financial Due Diligence und Unternehmensbewertung

WP StB Prof. Dr. Christian Zwirner

München, 26.10.2017



Inhaltsverzeichnis



MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE



Bundesanzeiger
Verlag

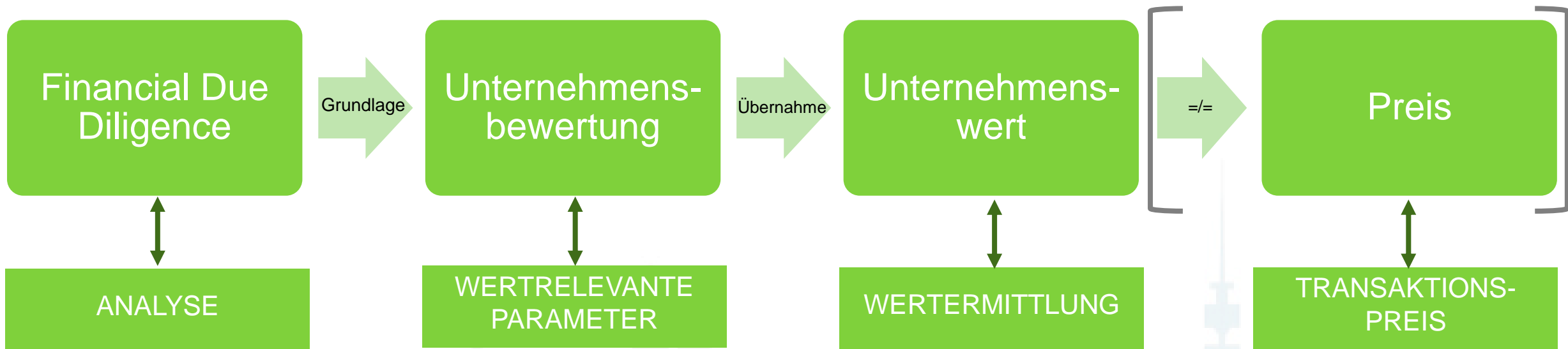
Crowe Kleeberg

schweitzer
Fachinformationen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence
2. Überblick über die Unternehmensbewertung
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse
4. Zinssatz-Parameter
5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Zusammenhang: Financial Due Diligence und Unternehmensbewertung



Financial Due Diligence ist Grundlage der (indikativen) Unternehmenswertermittlung und des Transaktionspreises!

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Ziel der Financial Due Diligence
 - Ermittlung wirtschaftlicher und finanzieller Grundlagen des Zielunternehmens
 - Im Zentrum der Analyse des Zielunternehmens:
 - **Aufbereitung** (vergangenheitsbezogen) der Aufwendungen und Erträge
 - **Beurteilung** der bilanziellen Situation (Status Quo, Risiken, Chancen etc.)
 - **Einschätzung** der weiteren (finanziellen) Entwicklung
 - Erfolg der Financial Due Diligence abhängig von Entscheidungsnützlichkeit der (aufbereiteten) Daten
 - Art und Umfang der einzelnen Prüfungsschritte muss sich an Erwartungen orientieren (ergebnisorientierter Prüfungsansatz)
 - Berücksichtigung wesentlicher Aspekte, die für die Transaktion und die mit ihr zusammenhängende Wertfindung, bei den Vertragsverhandlungen sowie der Vertragsgestaltung relevant sind
 - Zentrale Anforderung an den Prüfprozess: Identifizierung der einzelnen Sachverhalte, die Abbruch von Verhandlungen zur Folge haben können

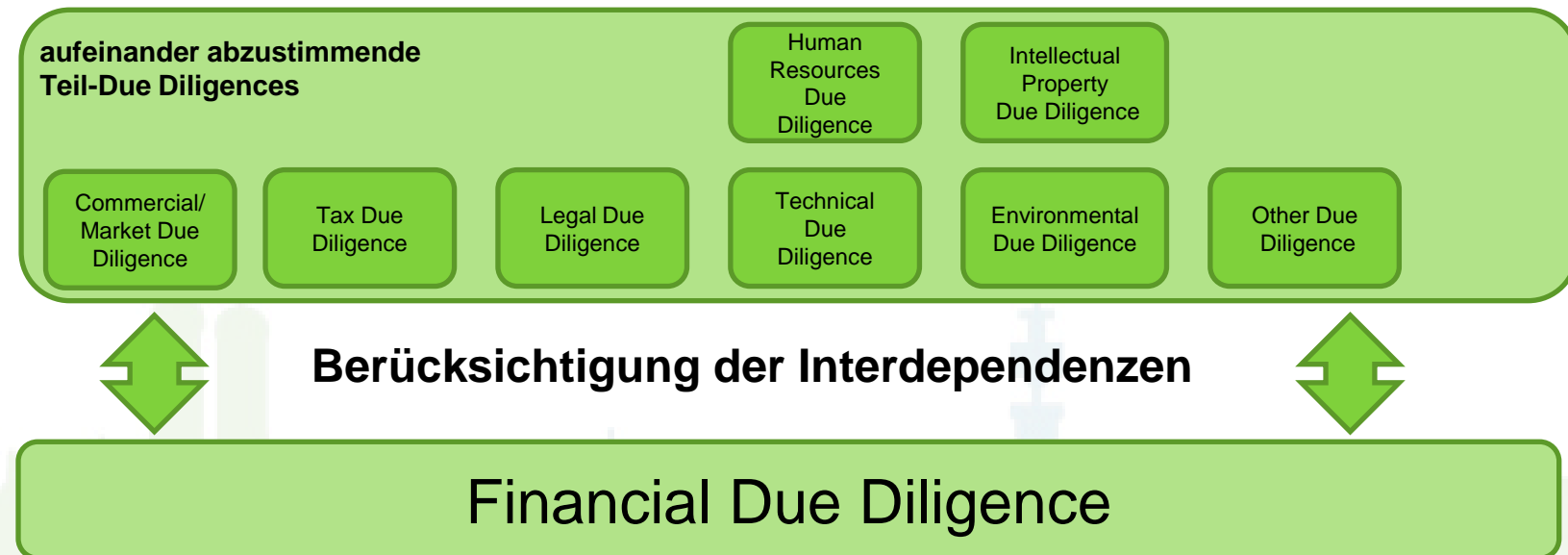


1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Zweck der Financial Due Diligence
 - Keine Jahresabschlussprüfung, sondern eine „Sorgfaltsprüfung“ hinsichtlich der zu beurteilenden Unternehmensdaten des Zielunternehmens
 - Art, Umfang, Berichterstattung sowie Genauigkeit nicht gesetzlich kodifiziert, sondern privatrechtliche Vereinbarung: Parteiautonomie
 - Financial Due Diligence erfolgt auch **zukunftsbezogen** (als Grundlage der Wertfindung)
 - Analyse: Ist-Zustand Zielunternehmen (Vergangenheitsdaten, bilanzielle Ausgangssituation) und Einschätzung Planungsqualität der Daten
 - Prüfung der einzelnen den künftigen Perioden zugrunde liegenden Planungen und hiermit verbundenen Annahmen, Entwicklungen, Chancen und Risiken
 - Grundlage für Unternehmensbewertung durch **Analyse von Finanzkennzahlen** und Aussage über **Prognose- bzw. Plandaten** des Unternehmens
 - **Erkenntnisse als Basis für (weitere) Vertragsverhandlungen** im Zusammenhang mit Gewährleistungen, Garantien oder Kaufpreisanpassungsmechanismen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

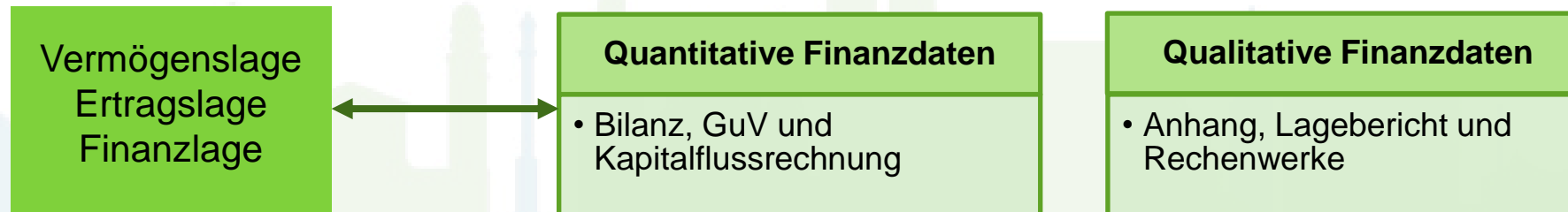
- Einordnung der Financial Due Diligence
 - Financial Due Diligence kann nicht isoliert betrachtet werden, sondern ist „nur“ ein Teil des gesamten Due Diligence Prozesses
 - Ergebnisse und Erkenntnisse anderer Due Diligence Bereiche fließen mit ein
 - Daher Berücksichtigung der entsprechenden Interdependenzen wichtige Voraussetzung, um konsistentes Ergebnisziel zu gewährleisten



In Anlehnung an Hörtnagl/Zwirner, in: Hettler/Stratz/Hörtnagl (Hrsg.): Beck'sches Mandats Handbuch – Unternehmenskauf, 2. Aufl. 2013, § 2 Rdn. 210.

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Charakteristika der Financial Due Diligence
 - Ausgangsgrundlagen und Datenbasis
 - Ausgehend von Finanzdaten des Zielunternehmens (i.d.R. Rechnungslegungsdaten) erfolgt **Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage** der Zielgesellschaft
 - **Datenbasis** stellen vergangenheitsbezogene Finanzdaten und hieraus abgeleitete Unternehmensdaten der Zukunft dar
 - Datenbasis in Abhängigkeit der Transaktion entweder Einzelabschlüsse oder (konsolidierte) Konzernabschlüsse
 - Finanzdaten umfassen Daten von internem und externem Rechnungswesen
 - Notwendigkeit: Unterscheidung von **quantitativen und qualitativen Daten**



1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Charakteristika der Financial Due Diligence
 - Bedeutung **Bilanzpolitik** und Rechnungslegungsnorm
 - Auseinandersetzung mit Grundlagen der Rechnungslegung des Zielunternehmens
 - Verständnis für angewandte Rechnungslegungsvorschriften sowie Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden: Bilanzpolitik bestimmt Vermögens- und Ertragslage
 - Beachtung verschiedener Normsysteme (HGB, US-GAAP und IFRS)
 - Identifikation bilanzieller Risiken erfordert zudem Auseinandersetzung mit Bilanzpolitik
 - Beurteilung der **Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten**
 - Begutachtung und Einschätzung künftige Ertragskraft des Zielunternehmens
 - Ergebnis: Financial Due Diligence stellt Zielunternehmen auf den Prüfstand
 - Ausgangspunkt bildet Analyse der Vergangenheit

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Charakteristika der Financial Due Diligence
 - Beurteilung der **Vermögenslage**
 - Kritische Beleuchtung einzelner Bilanzpositionen, um Wertanpassungsbeträge identifizieren zu können
 - Fokus auf Überbewertungen von Aktivposten und Unterbewertungen von Passivposten (stille Reserven, stille Lasten)
 - Zusätzlich Augenmerk auf nicht bilanzierte Sachverhalte (z.B. Marken, Kundenstamm und Auftragsbestand)
 - Ziel der Analyse der Vermögenslage: Identifizierung von möglichen Chancen und Risiken umfassend zu erkennen
 - Analyse der **Finanzlage** auf Grundlage einer Kapitalflussrechnung
 - Differenzierung von einzelnen Cash-Flows nach den jeweiligen Bereichen
 - Schwerpunkt muss auf Ermittlung der operativen Cash-Flows liegen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence

- Charakteristika der Financial Due Diligence
 - Hinsichtlich Beurteilung der Ertragslage ist auf die einzelnen Größen der GuV Bezug zu nehmen
 - Beachtung der Grundsätze der Erfolgsspaltung, d.h. Analyse, aus welchen Bereichen das Ergebnis des Unternehmens erwirtschaftet wird (operatives Geschäft, Finanz- oder Beteiligungsergebnis, Einmaleffekte sowie Ermittlung einer nachhaltigen Ergebnisgröße)
 - Analyse von Vergangenheitsdaten der Zielgesellschaft erfordert verschiedene Untersuchungsschritte

Kennzahlenanalyse
<ul style="list-style-type: none"> • Vergleich GuV, Bilanz oder Cash-Flow-Größen

Zeitreihenanalyse
<ul style="list-style-type: none"> • Vergleich absoluter Werte im Zeitvergleich

Branchenanalyse
<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmensübergreifender Vergleich (Benchmarking)



- Beurteilung von Vergangenheitsdaten nicht ausschließlich anhand von Zahlen, sondern auch durch ergänzende Angaben im Anhang/Lagebericht

Inhaltsverzeichnis



MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE

 Bundesanzeiger
Verlag

 Crowe Kleeberg

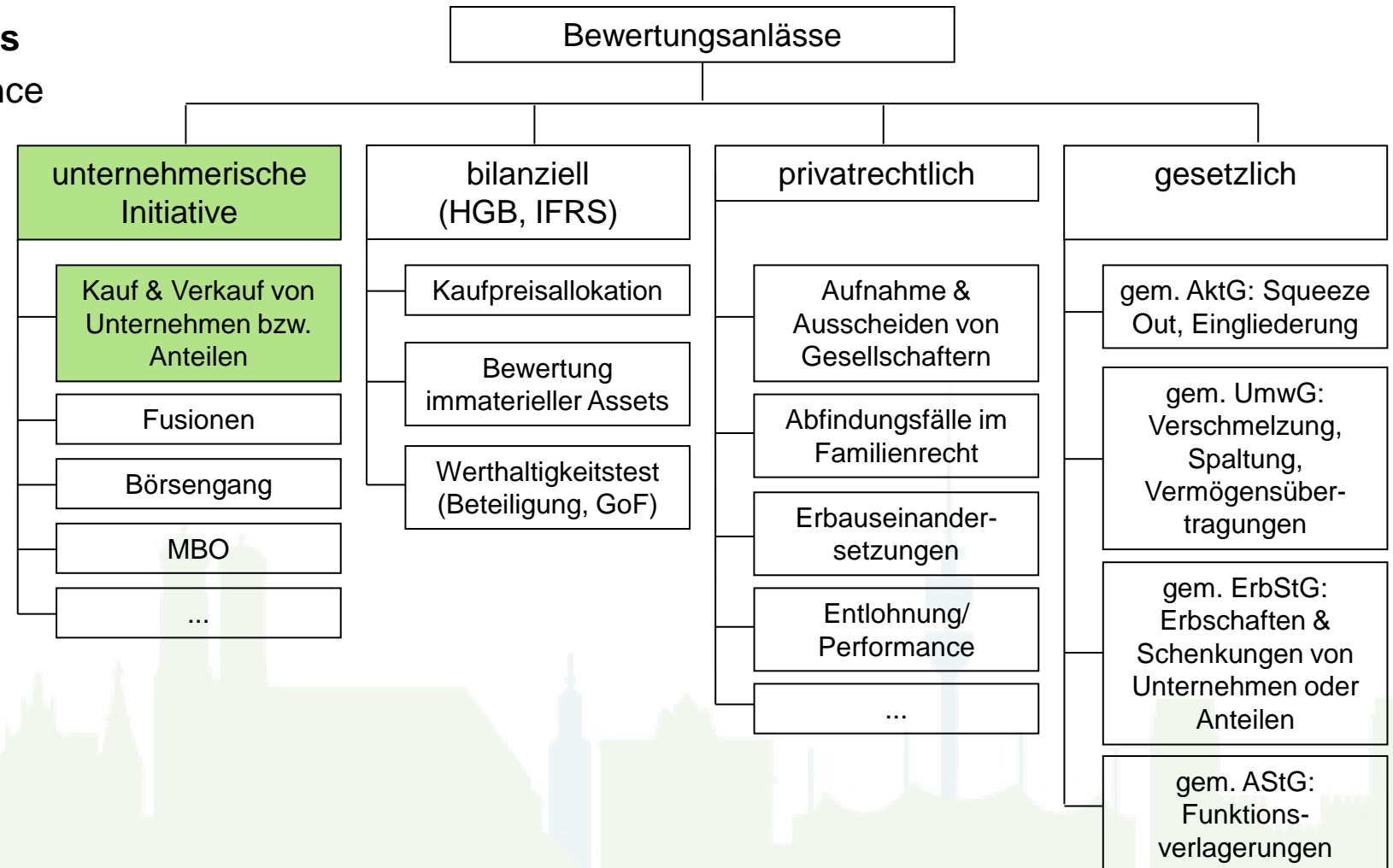
 schweitzer
Fachinformationen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence
2. Überblick über die Unternehmensbewertung
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse
4. Zinssatz-Parameter
5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Typischer **Bewertungsanlass** für eine Financial Due Diligence

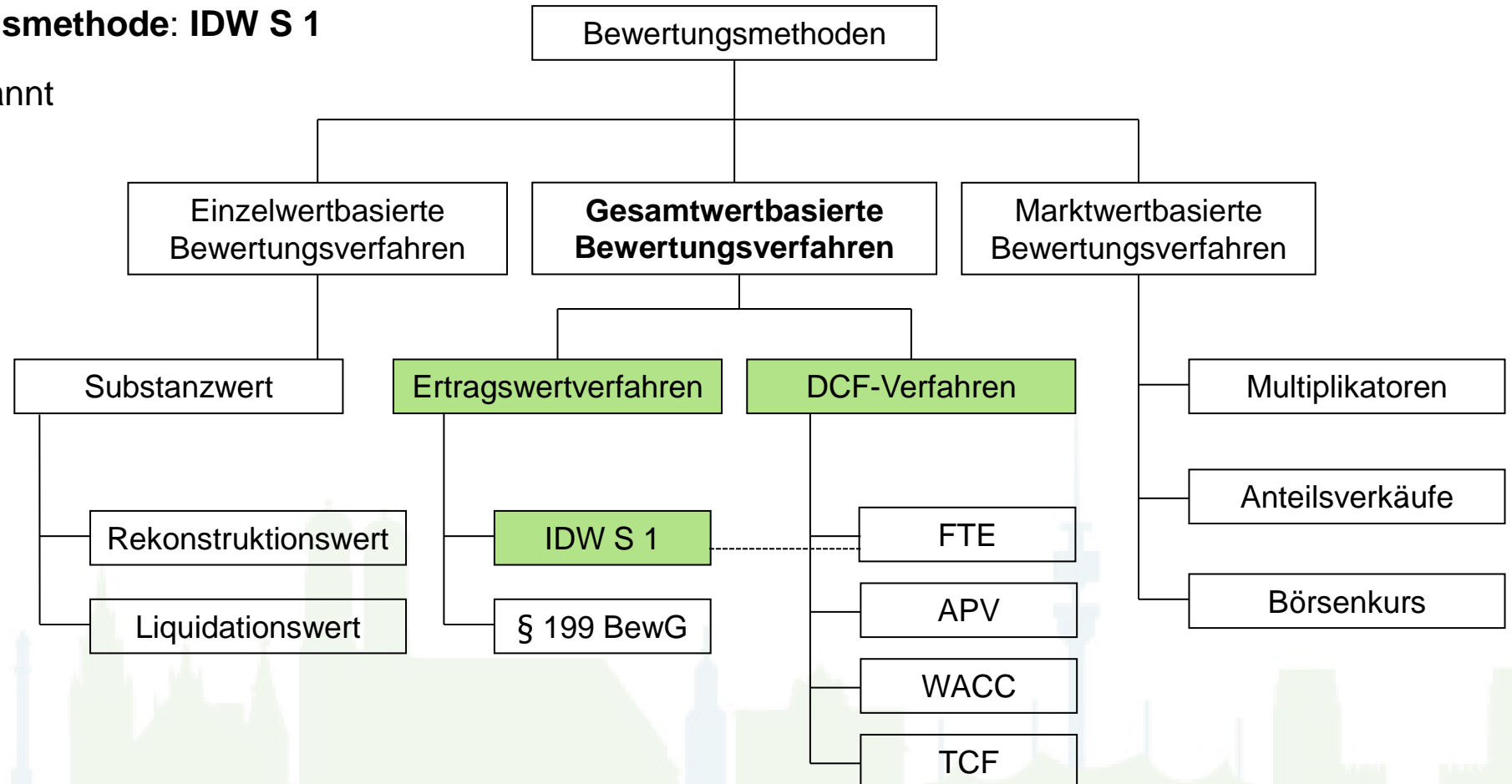
- Kauf und Verkauf von Unternehmen/ Anteilen
- share deal/ asset deal



2. Überblick über die Unternehmensbewertung

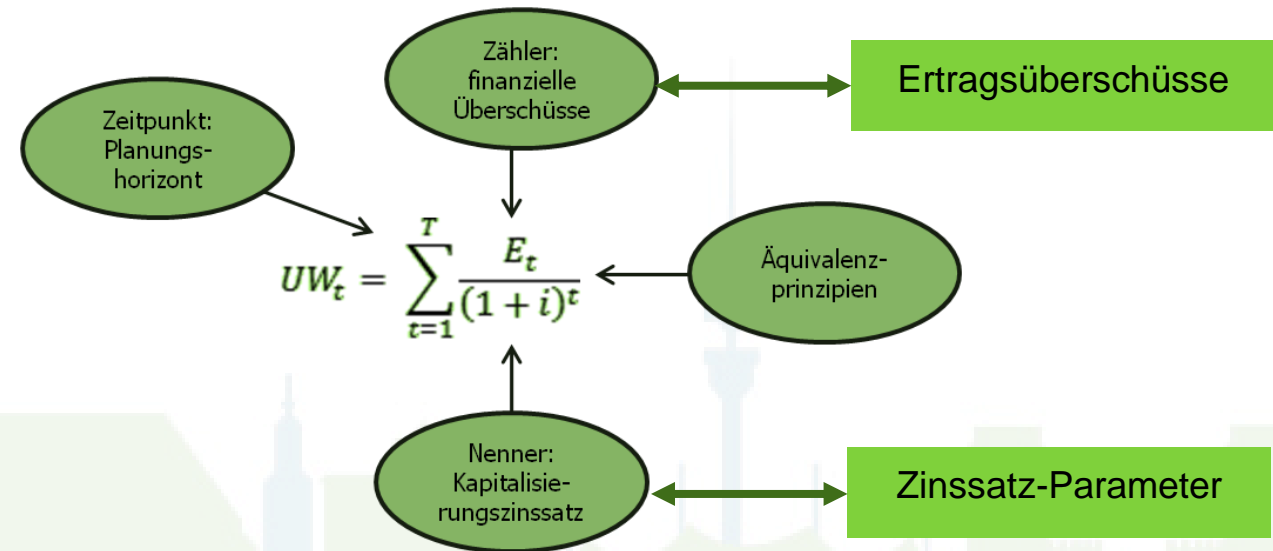
- Übliche **Bewertungsmethode: IDW S 1**

- allgemein anerkannt
in Bewertungs-
praxis und
Rechtsprechung



2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Parameter des Ertragswertverfahrens
 - Ertragswertverfahren basiert auf (investitionstheoretischen) Kapitalwertkalkül auch bezeichnet als sog. **Barwertkalkül**
 - Diskontierung künftiger finanzieller Überschüsse eines Unternehmens (Ertragskraft) mit Kapitalisierungszinssatz auf einen bestimmten **Bewertungsstichtag**
 - Wesentliche **Parameter**
 - Finanzielle Überschüsse
 - Kapitalisierungszinssatz
 - Zeitdauer der künftigen Überschüsse
 - (Einbezug) von Steuern: Vor- oder Nachsteuerbetrachtung



2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - Phasenmethode
 - **Detailplanungsphase:** i.d.R. Planungszeitraum von drei bis fünf Jahren
 - Detaillierte Planung der Aufwendungen und Erträge des Unternehmens
 - Ewige Rentenphase umfasst den gesamten Zeitraum nach der Detailplanungsphase
 - Maßgeblich ist die langfristige **Fortschreibung von Trendentwicklungen** der Aufwendungen und Erträge eines Unternehmens (eingeschwungener Zustand)
 - Finanzielle Überschüsse eines Unternehmens sind abzuleiten aus der GuV (Ausschüttbarkeit), der Bilanz (Ausschüttungspolitik) und Finanzplan (Finanzierbarkeit) → nicht jeder Jahresüberschuss kann auch ausgeschüttet werden!
 - Zur Ableitung finanzieller Überschüsse eines Unternehmens wird daher eine **fundierte Planungsrechnung** benötigt → Planungsrechnung wird auch als „Herzstück“ einer jeden Unternehmensbewertung bezeichnet

Hinweis:

Terminal Value und langfristige Annahme entscheidend!

Restwertanteil kann mehr als 80% betragen!



Konsistente und ganzheitliche Planung erforderlich, um zutreffenden Unternehmenswert ableiten zu können!

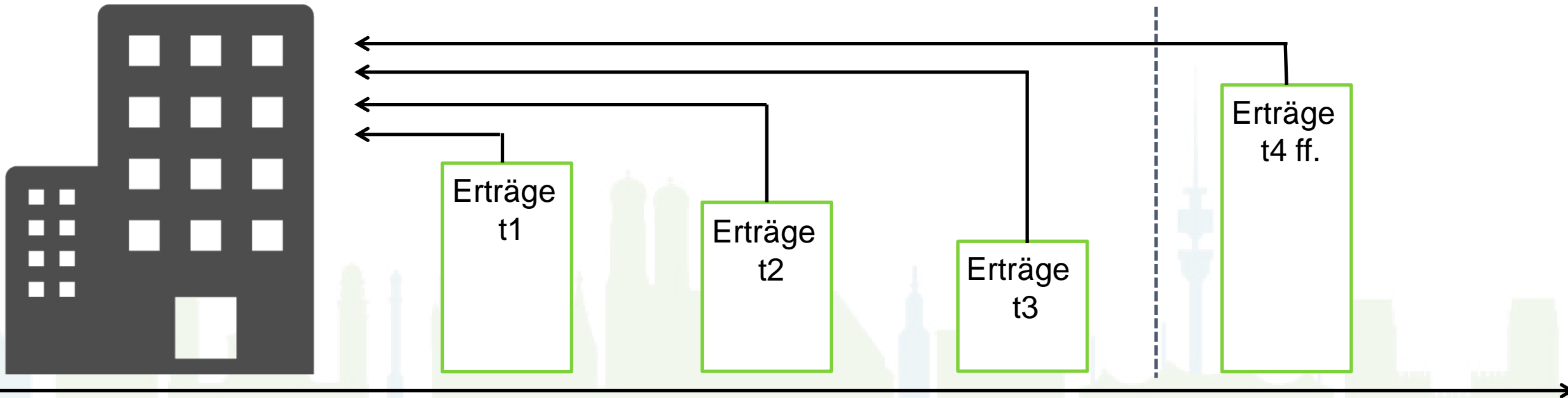
2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Überblick über das Barwertkalkül

Unternehmenswert

Phase I „Detailplanungsphase“

Phase II „Ewige Rentenphase“



2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Exkurs: 25 häufige Fehler in der Unternehmensbewertung (1/2)



Vgl. 25 häufige Fehler in der Unternehmensbewertung, in: Petersen/Zwirner (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2017, S. 1103 ff.

1	Übernahme der Planung der Geschäftsführung ohne kritische Überprüfung	5	Unzureichende Bereinigung von Einmaleffekten	9	Berücksichtigung von unsystematischen Risiken bei der Bestimmung des Betafaktors
2	Rückschaufehler bei in der Vergangenheit liegenden Stichtagen	6	Unzureichende Vergangenheitsanalyse	10	Unzureichende Wettbewerbsanalyse
3	Kein schlüssiges Zusammenwirken von einzelnen Posten der Plan-Bilanz und der Plan-GuV	7	Unzureichende Abgrenzung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen	11	Unzureichende Würdigung des Bewertungsanlasses
4	Keine Beachtung faktisch/gesetzlich vorhandener Ausschüttungsrestriktionen	8	Unzureichende Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge	12	Berücksichtigung von echten Synergien im Rahmen objektiver Bewertungen

2. Überblick über die Unternehmensbewertung

- Exkurs: 25 häufige Fehler in der Unternehmensbewertung (2/2)



Vgl. 25 häufige Fehler in der Unternehmensbewertung, in: Petersen/Zwirner (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2017, S. 1103 ff.

13	Unzureichende Wahrung der Stand-alone-Betrachtung	18	Nicht konsistente Annahmen in der ewigen Rente	22	Missachtung der Äquivalenzprinzipien
14	Pauschale Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts	19	Verwendung des arithmetischen anstatt des geometrischen Mittels bei der Ableitung von durchschnittl. Wachstumsraten	23	Fehlerhafte Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung
15	Zu starke Orientierung an handelsrechtlicher Erfolgsrechnung und bilanziellem Vorsichtsprinzip	20	Unsachgemäße Plausibilisierung von Bewertungsergebnissen	24	Orientierung an Buchwerten anstatt an Marktwerten bei der Ermittlung des WACC
16 & 17	Grundsätzliche Rechenfehler (Flüchtigkeitsfehler) sowie fehlerhafte Abzinsung in der ewigen Rente	21	Keine oder fehlerhafte Aufzinsung des Ergebnisses bei unterjährigem Bewertungsstichtag	25	Vermischung von Bruttomethode und Nettomethode bei der Bewertung

Inhaltsverzeichnis



MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE



Bundesanzeiger
Verlag

Crowe Kleeberg

schweitzer
Fachinformationen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence
2. Überblick über die Unternehmensbewertung
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse
4. Zinssatz-Parameter
5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- **Prognosedaten als Ausgangspunkt** der Unternehmensbewertung
 - Durch Financial Due Diligence sollen Erkenntnisse über **maßgebliche Erfolgsfaktoren der Zielgesellschaft** sowie wirtschaftliche Risiken aufgedeckt werden
 - Sämtliche Erkenntnisse fließen in Zukunftsplanung ein, die entweder in der Financial Due Diligence oder anlässlich der Unternehmensbewertung erstellt bzw. modifiziert wird
 - Ziel der Financial Due Diligence ist eine **plausible Planung für die zukünftige Entwicklung** der Zielgesellschaft zu erhalten bzw. zu entwickeln
 - Hierzu ist der **Planungsprozess** zu hinterfragen bzw. zu analysieren
 - In zweierlei Hinsicht hohe Anforderungen an Unternehmensplanung
 - Alle in Teilbereichen der Due Diligence identifizierten Chancen und Risiken sind in eine **integrierte Unternehmensplanung** überzuleiten
 - Planung muss **konsistent** mit den weiteren Unternehmenseinschätzungen sein

IDW Praxishinweis
2/2017

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- **Prognosedaten als Ausgangspunkt** der Unternehmensbewertung
 - bei **KMU**: Beachtung von **Besonderheiten** bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse

IDW
Praxishinweis
1/2014

KMU-Charakteristika

- Unternehmensführung durch den/die Eigentümer
- Fehlende Börsennotierung
- Fehlende Liquidität der Unternehmensanteile
- Mangelnde Diversifikation der Eigentümer
- Fließender Übergang zwischen Unternehmens- und Privatsphäre
- Angemessenheit des Unternehmerlohns
- Beschränkt dokumentierte Unternehmensplanung
- ...

- Welche Besonderheiten auftreten und wie mit diesen im Bewertungsfall umzugehen ist, konkretisiert der IDW **Praxishinweis 1/2014** (vgl. IDW-FN 4/2014, S. 282 ff.)
- IDW Praxishinweis ist das Ergebnis zwischen den beiden Arbeitsgruppen des IDW und der Bundessteuerberaterkammer (BStBK) zur Bewertung von KMU
- Ausführungen des Praxishinweises sind keine neuen Ansichten, sondern lediglich eine Auslegungshilfe für die Bewertungspraxis zur Anwendung von IDW S 1 i.d.F. 2008
- Bei KMU ist eine **vollständig übertragbare Ertragskraft** die **Ausnahme**:
 - daher: Analyse der **partiell** oder **temporär** übertragbaren Ertragskraft („Abschmelzen“ von Überschüssen)
 - oftmals **keine unendliche „Lebensdauer“** des zu bewertenden Unternehmens (zeitliche Begrenzung)
 - Ansatz eines **angemessenen, marktüblichen Unternehmerlohns** (Objektivierung von Überschüssen)

An die Bewertung von KMU sind keine anderen Anforderungen zu stellen (IDW S 1 gilt auch hier!), aber die finanziellen Überschüsse sind im Einzelfall genau auf ihre (nachhaltige!) Bewertungsrelevanz hin zu untersuchen!

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - **Plausibilisierung** der Planung nach IDW Praxishinweis 2/2017
 - Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion
 - Veröffentlichung im März 2017
 - Zielsetzung:
 - Vorgaben zur Durchführung einer Unternehmensplanungsanalyse
 - Praxishinweis enthält umfassende Anhaltspunkte zur Plausibilisierung einer Unternehmensplanung für diverse Anlässe



IDW Life 2017, S. 343 ff.

IDW Praxishinweis 2/2017: Einteilung

1. Vor- bemerkungen:

Grundsätze zur Unternehmensplanung

2. Allgemeine Maßstäbe für die Durchführung der Planungsbeurteilung:

Zielsetzung der Unternehmensplanung und des Erstellungsanlasses

3. Analysehandlungen zur Beurteilung der Planzahlen:

Analyse der integrierten Planungsrechnung

4. Anlassbezogene Besonderheiten:

Skizzierung der unterschiedlichen Erstellungsanlässe

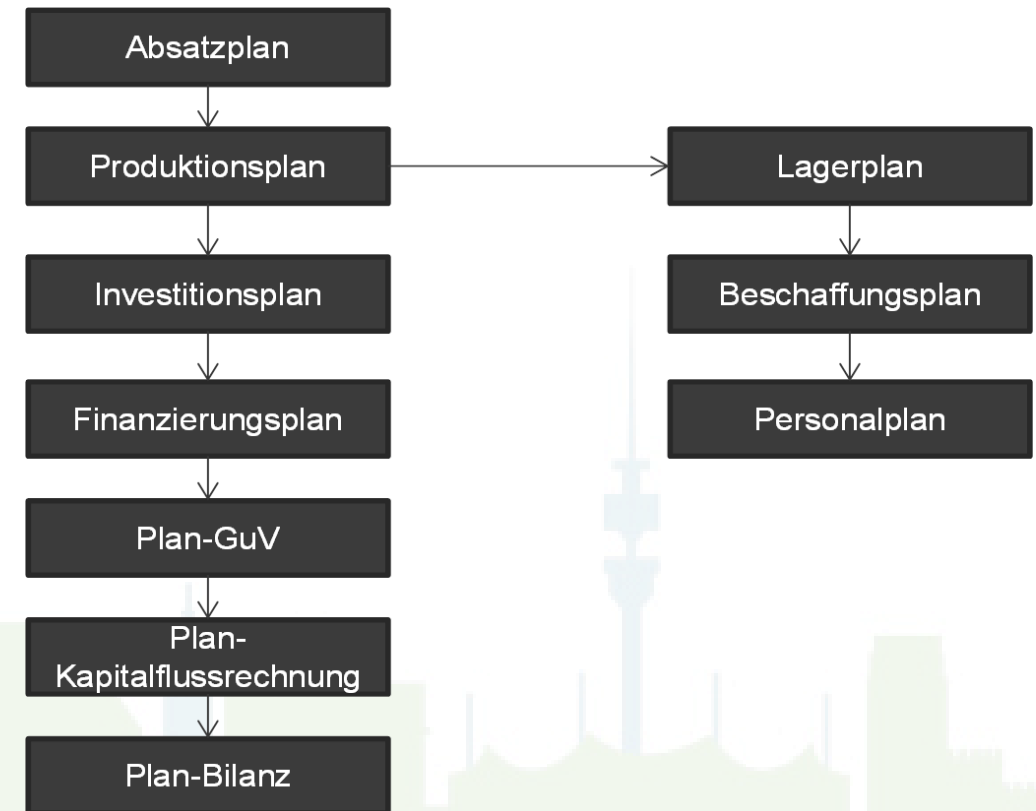
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - **Plausibilisierung** der Planung nach IDW Praxishinweis 2/2017
 - Erläuterung der grundlegenden Problemstellung
 - Vielfalt an **Unternehmensplanungen**
 - Von komplexen (integrierten) Planungsrechnungen bis hin zu gar keiner (Planungsdokumentation)
 - Unternehmensplanungen sind immer **zukunftsorientiert**
 - Vergangenheitsanalyse dient der Plausibilisierung, kann jedoch nicht mit Analyse zukünftiger (unsicherer) Informationen gleichgesetzt werden
 - Bilanz-, GuV- sowie Cashflow-Posten sind sowohl getrennt als auch miteinander zu beurteilen bzw. zu plausibilisieren: insbesondere durch eine **Kennzahlenanalyse** (unter Beachtung von Branche und Geschäftsmodell)

**Es ist keine Aussage vom Wirtschaftsprüfer über die Richtigkeit der Planungsrechnung zu treffen!
Zielsetzung ist die Beurteilung der Plausibilität!**

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - **Plausibilisierung** der Planung nach IDW Praxishinweis 2/2017
 - **Integrierte Planungsrechnung**
 - Sicherstellung der **Konsistenz** aller Teilpläne!
 - Plan-Bilanz
 - Plan-GuV
 - Plan-Kapitalflussrechnung



IDW Praxishinweis 2/2017, DB
2017, S. 1732 f.

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - Plausibilisierung der Planung nach IDW Praxishinweis 2/2017
 - Grundsatz:

IDW, IDW Praxishinweis 2/2017, Rn. 5

„Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d.h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.“

...des Erstellungsanlasses	...ob Ausgangsdaten zutreffend sind
...der unternehmensinternen Entwicklungen	...der Zielsetzung der Planung
...der Berücksichtigung von Chancen/Risiken	...der (gesellschafts-)rechtlichen Strukturen
...der wesentlichen Planungsannahmen (ggf. Szenarioanalyse)	...der Aktualität

3. Ableitung der Ertragsüberschüsse

- Prognose finanzieller Überschüsse eines Unternehmens
 - Plausibilisierung der Planung nach IDW Praxishinweis 2/2017
 - IDW Praxishinweis 2/2017 unterscheidet zwischen **drei Plausibilitätsmaßstäben**:

Formelle Plausibilität		Interne Plausibilität		Externe Plausibilität	
Rechnerische Konsistenz	Konsistenz der Annahmen	Darstellung aus Sicht des Managements	Unternehmensanalyse	Marktanalyse	Wettbewerbsanalyse
Sicherstellung der rechnerischen Richtigkeit	Beurteilung der Konsistenz der Teilpläne	Überprüfung der zugrundegelegten Annahmen durch Erläuterungen des Managements	Überprüfung der Unternehmensentwicklung durch Vergangenheitsanalyse. Beurteilung der Plausibilität der Fortschreibung	Heranziehen von Markt- bzw. volkswirtschaftlichen Prognosen sowie Absatzanalysen	Vergleich mit Wettbewerbern anhand Ist-Zahlen und Analysteneinschätzungen

Inhaltsverzeichnis



MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE



Bundesanzeiger
Verlag

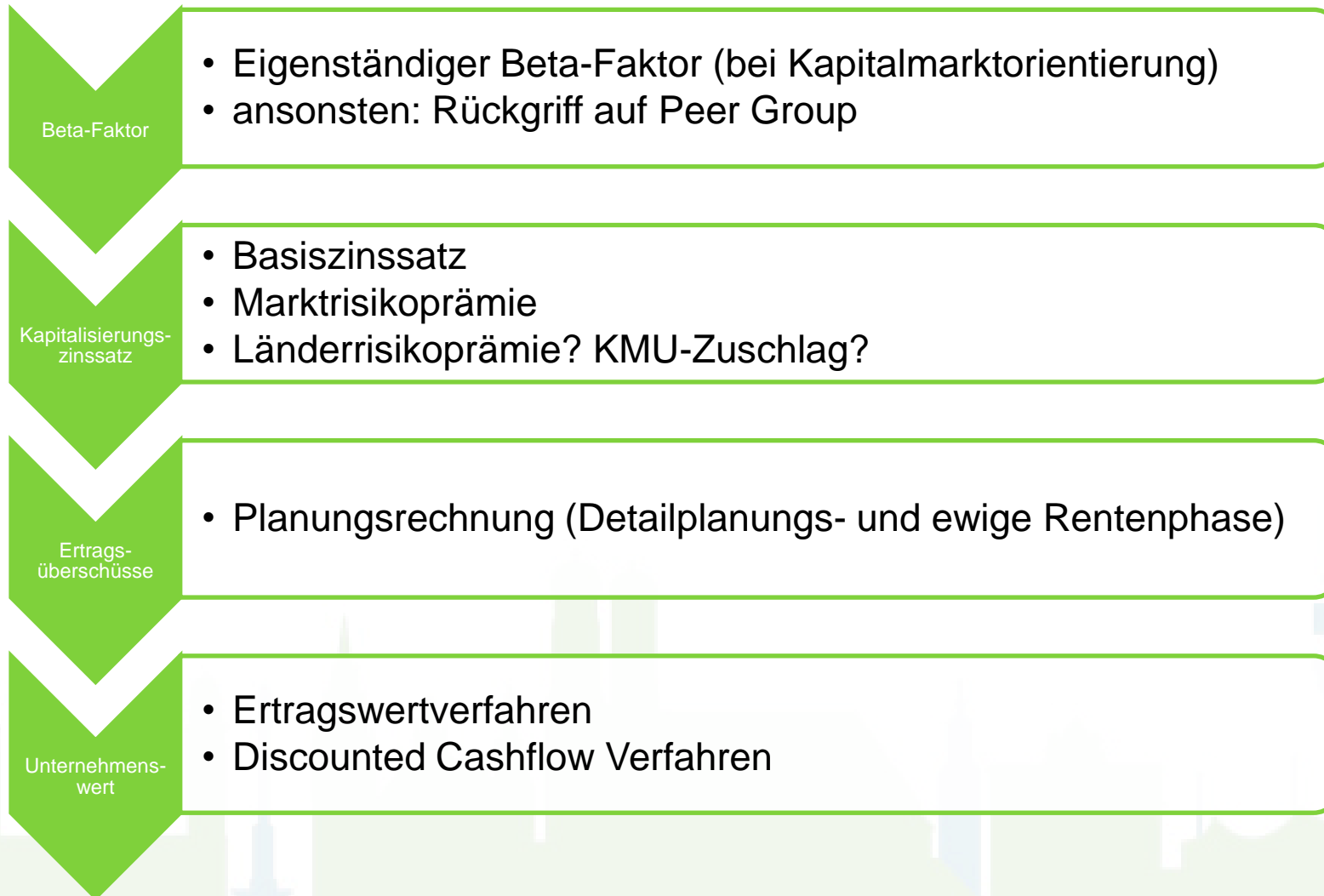
Crowe Kleeberg

schweitzer
Fachinformationen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence
2. Überblick über die Unternehmensbewertung
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse
4. Zinssatz-Parameter
5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps



4. Zinssatz-Parameter



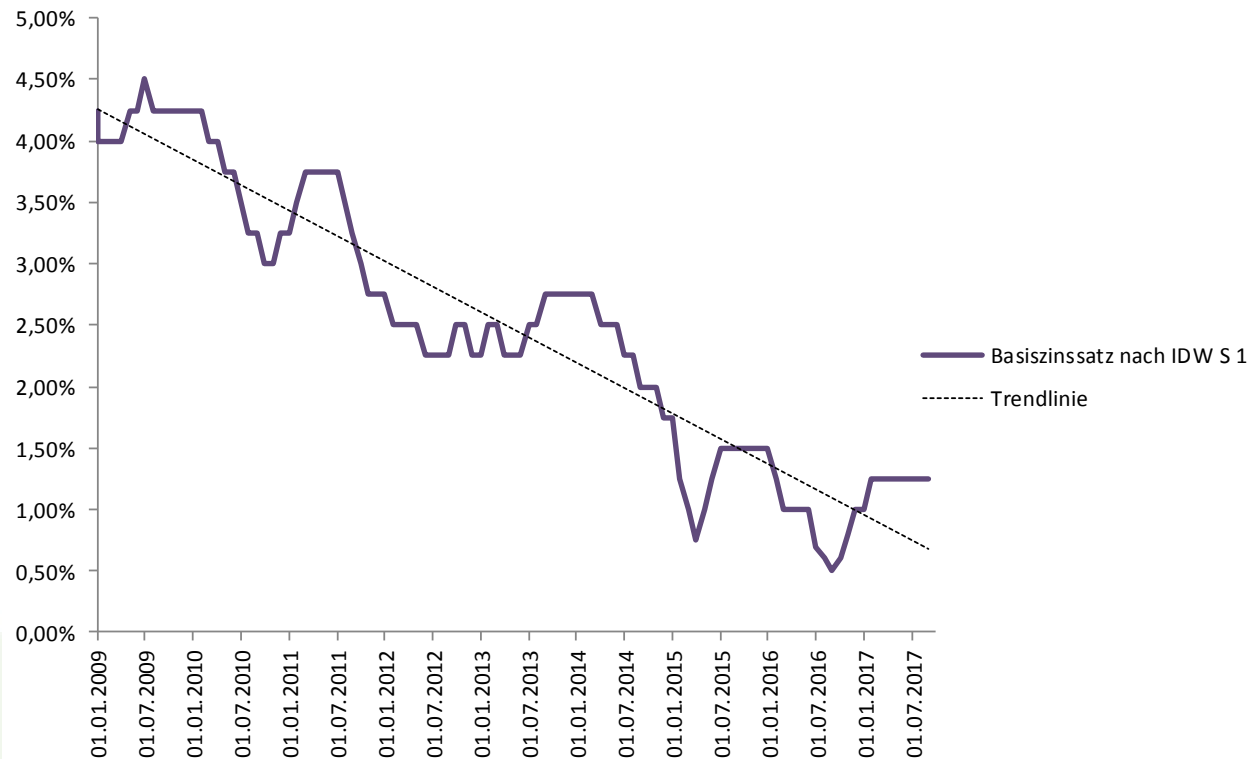
4. Zinssatz-Parameter

- **Beta-Faktor** als unternehmensspezifisches Risikomaß
 - Unterscheidung zwischen systematischen (bewertungsrelevanten) und unsystematischen (diversifizierbaren) Bestandteil des Risikos -> Beta-Faktor bildet nur **systematisches Risiko** ab
 - Beta-Faktor Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Gesamtmarktrisiko
- Ableitung Beta-Faktor durch Lineare Regression (unter Anwendung des Marktmodells von Sharpe)
 - $b > (<) 1$: höheres (niedrigeres) Risiko als Gesamtmarkt
- Bei Kapitalmarktorientierung ist i.d.R. der eigene Beta-Faktor zu verwenden (Abweichung zu dieser Vorgehensweise und Bezugnahme auf Peer Group muss begründet werden)
- in der Praxis erfolgt Ermittlung Beta-Faktor oftmals durch Finanzmarktdienstleister mittels einer Peer Group
 - z.B. Bloomberg, S&P Capital IQ, Datastream oder Reuters
 - im Einzelfall auch Rückgriff auf Kapitalkostenstudien denkbar

Hauptproblem in der Praxis: Welche (kapitalmarktnotierten) Unternehmen sind mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar und können als Grundlage für die Ermittlung eines Beta-Faktors dienen?

4. Zinssatz-Parameter

- **Basiszinssatz** nach IDW S 1 i.d.F. 2008
 - Darstellung vergangene Entwicklung des Basiszinssatzes vom 31.12.2008 Zinssatz (4,25%) bis 30.09.2017 (1,25%)



Stichtag	Zinssatz
31.12.2016	1,00%
31.01.2017	1,00%
28.02.2017	1,25%
31.03.2017	1,25%
30.04.2017	1,25%
31.05.2017	1,25%
30.06.2017	1,25%
31.07.2017	1,25%
31.08.2017	1,25%
30.09.2017	1,25%

FAUB-Empfehlung vom 13.07.2016:

Sofern der Basiszinssatz unter 1,0 % liegt, ist dieser auf 1/10-Prozentpunkte zu runden. Ansonsten auf 1/4-Prozentpunkte!

Derzeit:

Stagnierende bzw. leicht steigende Entwicklung des Basiszinssatzes zu beobachten!

4. Zinssatz-Parameter

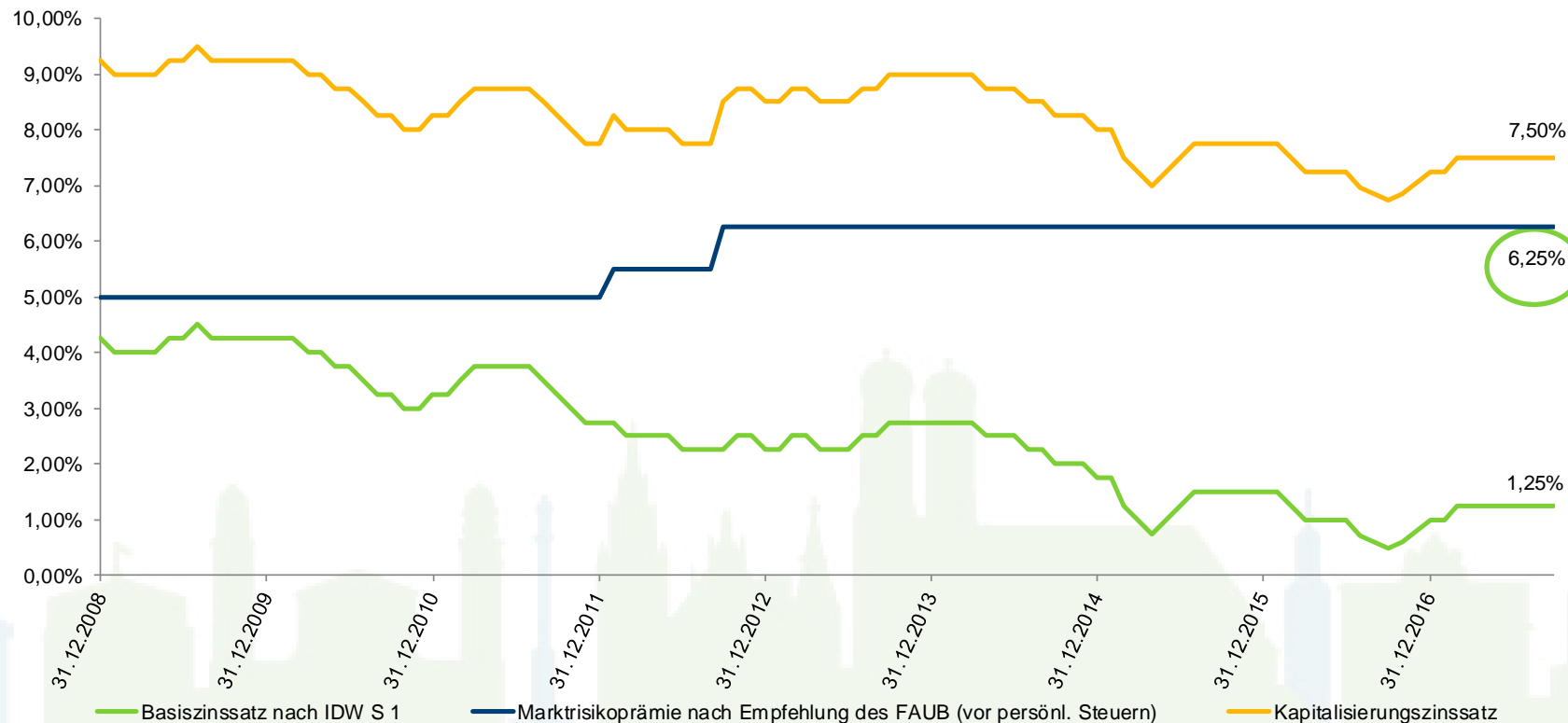
- **Marktrisikoprämie (MRP)**
 - Die Empfehlung des FAUB wurde im Zeitablauf in Abhängigkeit des Absinkens des Basiszinssatzes angepasst

Zinssatz	vor persönlicher Ertragsteuer	nach persönlicher Ertragsteuer
FAUB (Empfehlung vom 19.09.2012)	<ul style="list-style-type: none"> • bislang angenommene langfristige Trendentwicklungen werden in der aktuellen Finanzmarktkrise von anderen Einflussgrößen überlagert • „Deshalb kommt der FAUB zu dem Ergebnis, dass im Vergleich zu den letzten Jahren derzeit von einer höheren Marktrisikoprämie auszugehen ist.“ 	
→ Orientierung an <u>neuer Bandbreite</u>	5,50% - 7,00% → im Mittel 6,25%	5,00% - 6,00% → im Mittel 5,50%
FAUB (Empfehlung vom 19.09.2012, erneut/bislang in 2017 bestätigt)	<ul style="list-style-type: none"> • FAUB hält es weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der MRP an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % (vor pers. Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach pers. Steuern) zu orientieren 	

4. Zinssatz-Parameter

■ Kapitalisierungszinssatz

- Darstellung vergangene Entwicklung des Kapitalisierungszinssatzes vom 31.12.2008 Zinssatz (9,25%) bis 30.09.2017 (7,50%) bei einem angenommenen Beta-Faktor von 1,0



Sinkt der Kapitalisierungszinssatz, steigen die Unternehmenswerte c.p. an!

Marktrisikoprämie seit dem Jahr 2012 unverändert bei 6,25% (Mittelwert Empfehlung vor pers. Steuern)

„Standard“-EK-Kosten: 7,50% entspricht einem Faktor von 13,33

4. Zinssatz-Parameter

- Korrektur um „pauschale“ Zu- oder Abschläge?
 - **Länderrisikozuschlag** zur Darstellung bzw. Würdigung von ausländischen Risiken. Dies umfasst sowohl das ökonomische als auch das soziale und das politische Umfeld.
 - Anwendung immer dann, wenn Auswirkungen von Länderrisiken nicht in Planungsrechnung erfasst werden können
 - Länderrisikozuschlag nur dann anwendbar, wenn einzelne Beteiligungen und/oder Tochterunternehmen losgelöst vom Konzern bewertet werden
 - **IDW Praxishinweis 1/2014**: Besonderheiten bei der Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen (**KMU**)
 - Bewertung erfolgt nach kapitalmarkttheoretischen Modell (bspw. CAPM)
 - Damit sind **pauschale Zu- oder Abschläge** (bspw. wg. höherem Risiko bei KMU) **unzulässig!**
 - KMU-Risiken sind bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse zu erfassen

FAUB hat die Notwendigkeit der
Länderrisikoprämie zuletzt in
2016 bestätigt!
IDW Life 2016, S. 581

Vgl. IDW
Praxishinweis
1/2014, Rd. 47.

Inhaltsverzeichnis



MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE



Bundesanzeiger
Verlag



Crowe Kleeberg



schweitzer
Fachinformationen

1. Grundlagen der Financial Due Diligence
2. Überblick über die Unternehmensbewertung
3. Ableitung der Ertragsüberschüsse
4. Zinssatz-Parameter
5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

- **Handlungsempfehlungen** für die Durchführung einer Financial Due Diligence als Grundlage der Wertermittlung
 - Bedeutende Unternehmensakquisition ohne eine zuvor durchgeführte **(Financial) Due Diligence** in der Praxis nicht oder nur unter Inkaufnahme hoher Unsicherheiten realisierbar: **indikative Bewertung** oder Fairness Opinion (IDW S 8) zur Absicherung
 - Aufbauend auf Ergebnissen der Financial Due Diligence und unter Berücksichtigung weiterer Erkenntnisse ist zukünftige **Entwicklung der Zielgesellschaft** abzuschätzen – ggf. unter Berücksichtigung von Synergien
 - **Finanzzahlen** aus externem und internem Rechnungswesen sowie ergänzende Berichtsinstrumente und Nachweise sind **Ausgangsgrundlage der Financial Due Diligence**. Die darauf aufbauenden Unternehmensprognosen sind wiederum die **Grundlage für die Unternehmensbewertung**
 - Ermittlung des **Ertragswerts**, aber auch die (sachgerechte) Ableitung einer Cash-Flow-Größe aus Finanzdaten erfordern Auseinandersetzung mit den Ausgangsdaten sowie der Rechnungslegung der Zielgesellschaft
 - **Unternehmensplanung** ist einheitlich und ganzheitlich vorzunehmen i.S.e. konsistenten, integrierten Planungsgerüsts. Die Analyse ist mittels den Vorgaben des IDW Praxishinweises 2/2017 durchzuführen

5. Handlungsempfehlungen und Praxistipps

- **Praxistipps** für die Durchführung einer Financial Due Diligence als Grundlage der Wertermittlung

Abgrenzung des Umfangs der Financial Due Diligence (bspw. mit oder ohne anschließende (Indikative) Unternehmensbewertung) und des mit ihr verbundenen Erkenntniswerts

Klare **Strukturierung** der Financial Due Diligence

Laufende **Abstimmung** mit anderen Teilbereichsergebnissen

Intensive Auseinandersetzung mit den **Finanzdaten der Vergangenheit** und der Gegenwart → keine Planung ohne Vergangenheitsanalyse

Klare Identifikation etwaiger **bilanzpolitischer Gestaltungen** sowie branchenspezifischer Regelungen mit Blick auf die Rechnungslegung

Plausible Ableitung der **zukunftsbezogenen Finanzdaten** auf Grundlage einer konsistenten (d.h. widerspruchsfreien) und integrierten Gesamtplanung

Äbsicherung der (Bewertungs-)Ergebnisse durch Stresstests, Sensitivitäts- und Szenario-Analysen sowie **Plausibilitätsüberlegungen**



Herzlichen Dank
für Ihre Aufmerksamkeit !



Haben Sie noch Fragen?

Kontakt

- Haben Sie noch Fragen?
 - Prof. Dr. Christian Zwirner, Dipl.-Kfm., WP, StB
 - christian.zwirner@kleeberg.de
 - Telefon: 089 55 983-248
 - Telefax: 089 55 983-280
 - Weitere Informationen unter:
 - www.kleeberg.de



Münchner Bilanzgespräche 2017 und 2018

Termine und Themen unter www.muenchner-bilanzgespraeche.de

→ 23. November 2017, 19.00 Uhr
Thema: „Aktuelles Bilanzrecht zum Jahresende“

→ Die Themen und Termine für 2018 werden zeitnah bekannt gegeben



Münchner Bilanzgespräche

Bei den Münchner Bilanzgesprächen, einer Kooperation zwischen dem Bundesanzeiger Verlag, der Dr. Kleeberg & Partner GmbH WPG StBG sowie Schweitzer Sortiment, halten wir Sie regelmäßig über aktuelle Themen aus dem Bereich der nationalen und internationalen Rechnungslegung auf dem Laufenden. Neben Bilanzierungsthemen behandeln wir dabei auch wichtige Schnittstellen wie z.B. die Unternehmensbewertung oder Themen aus dem (Bilanz-) Steuerrecht. Anlassbezogen stellen wir jeweils aktuelle Trends und Praxisprobleme in den Fokus.

Mehrmals im Jahr laden wir Sie anlässlich der Münchner Bilanzgespräche zu Vortrags- und Diskussionsveranstaltungen ein. Nach ein oder zwei themenbezogenen Referaten diskutieren wir gerne mit Ihnen unterschiedliche Standpunkte und freuen uns dabei auch auf Beiträge aus dem Auditorium. Das Ziel der Münchner Bilanzgespräche ist es, anhand der Erläuterungen und Diskussionen wichtige fachliche Inhalte und Herangehensweisen an schwierige Fragen zu vermitteln sowie den Teilnehmern Lösungsmöglichkeiten für praktische Probleme aufzuzeigen.

Im Anschluss an die Vorträge und Diskussionen laden wir Sie zu einem kleinen Imbiss ein und setzen bei diesem Get together gerne den (fachlichen) Gedankenaustausch fort. Die Münchner Bilanzgespräche stehen damit voll und ganz im Zeichen individueller Gespräche, lebhafter Diskussionen und einem fachbezogenen Networking.

MÜNCHNER
BILANZGESPRÄCHE

■ 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

© 10/2017. 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.