



Unternehmensbewertung



Wert des Unternehmens

Jeder Käufer will möglichst wenig bezahlen.
Jeder Verkäufer will möglichst viel Erlösen.

Ziel der Bewertungsverfahren:

Fairen und akzeptablen Preis finden.



Wert des Unternehmens

Wert und Preis eines Unternehmens sind zwei verschiedene Sachen

- Wert eines Unternehmens – leitet sich aus der Eigenschaft ab, zukünftig Gewinn für seinen Eigentümer zu erwirtschaften.
- Preis eines Unternehmens – bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage



Substanzwertverfahren

Ansatz: Marktwert aller materieller und immaterieller Vermögensgegenstände einschließlich stiller Reserven abzüglich der Verbindlichkeiten.

Eigenkapital lt. Bilanz

+ stille Reserven (z.B. im Anlagevermögen)

- nicht verbuchte Schuldpositionen (z.B. aus der Altersversorgung)

= Substanzwert

Nicht bilanzierungsfähige Werte werden nicht berücksichtigt.

Idee ist die Errechnung des Unternehmenswertes aus den Vermögensteilen, welche für einen Wiederaufbau des Unternehmens benötigt würden.



Substanzwertverfahren

Anwendung:

- Spielt in der Bewertung operativer U keine Rolle mehr, da diesem Verfahren grundsätzlich der Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt.

Bedeutung nur noch als **Liquidationswert**:

- Barwert der Nettoerlöse – setzt sich zusammen aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände zzgl. operative Erlöse im Liquidationszeitraum abzgl. Schulden und Liquidationskosten

Anwendung:

- im Insolvenz- oder Liquidationsverfahren
- Absicherung der Argumentation der unteren Kaufpreisgrenze



Discounted cash flow – Verfahren

(DCF – Verfahren)

Ansatz:

- Diskontierung der erwarteten zukünftigen freien cash flows mit einem Kapitalisierungszinsfuß.

Anwendung:

- Derzeit Standardverfahren zur Kaufpreisbestimmung von U – Transaktionen.

Hinweis: Die konzeptionelle Grundlage des Ertragswert- und des DCF Verfahrens sind gleich – Ermittlung des Barwertes zukünftiger finanzieller Überschüsse. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Verfahren zu den gleichen U – Werten. Differenzen ergeben sich aus unterschiedlichen Annahmen zur Zielkapitalstruktur, zum Risikozuschlag und sonstigen Plandaten.



DCF – Verfahren

Aber - für die Bewertung von KMU i.d.R. nicht geeignet, da sich die Schwächen hier besonders auswirken:

- Problem der Verfügbarkeit und Plausibilität der Geschäftsplanung
- Berücksichtigung des U – spezifischen Risikos (Betafaktor) mangels Vergleichsdaten sehr subjektiv und stark vom Einfluss des U – Eigners abhängig
- überproportionaler Einfluss der ewigen Rente im Planungsjahr mit der größten Unsicherheit.



Ertragswertverfahren

Ansatz:

- Diskontierung der erwarteten zukünftigen Erträge mit einem Kapitalisierungszinsfuß d.h.:
Der Barwert wird aus den zukünftigen Erträgen errechnet.
Zum Ausgleich des Zeitfaktors werden die zukünftigen Erträge mit dem Diskontierungszinssatz auf den heutigen Tag abgezinst.

Aus Anlagesicht gibt es jedoch auch den Kapitalmarkt:

- Der Ertragswert ist der Betrag, den man heute am Kapitalmarkt anlegen müsste, um in Zukunft die gleichen Zahlungsüberschüsse wie das Unternehmen zu erreichen.
- Die Anlage muss vom Risiko her vergleichbar sein.



Ertragswertverfahren

Grundannahme – ist die Fähigkeit des U, Einnahmenüberschüsse zu erwirtschaften. Demgemäß, ist der Barwert aller zukünftigen Einnahmeüberschüsse der U – gesamtwert.

Die Ermittlung wird in zwei Stufen vorgenommen:

1. Objektiv – durch Ermittlung der Ertragsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen und der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes.
2. Subjektiv – unter Berücksichtigung der Besonderheiten desjenigen, für den die Bewertung durchgeführt wird.



Ertragswertverfahren

Grundlagen der Ermittlung :

- Geschäftsabschlüsse der letzten 3 – 5 Jahre
- interne Papiere z.B. Verträge, Business Plan
- Gewinn und Verlustrechnung
- Betriebswirtschaftliche Auswertungen
- Branchenanalysen
- Rahmenbedingungen



Ertragswertverfahren

1. Ermittlung der Ertragsüberschüsse

a) Bereinigung der Vergangenheitserfolgsrechnung um:

- außerordentliche Faktoren wie Erträge aus der Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Vermögens, Stilllegungsverluste, Aufwendungen durch Katastrophen und ähnliches,
- aufwands- und ertragsmäßige Auswirkungen langfristiger Investitionsprozesse,
- Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte,
- Folgeänderungen vorgenommener Bereinigungsvorgänge.



Ertragswertverfahren

b) Planung der künftigen Aufwendungen und Erträge / Prognoseproblem

- Planung künftiger Umsatzerlöse
- Planung künftiger Aufwendungen
- Finanzplanung- und Zinsprognose
- Persönliche Ertragssteuern
- Ermittlung der Überschüsse aus nicht betriebsnotwendigen Vermögen

Prognoseproblem – Die in den Ertragswert eingehenden Einnahmeüberschüsse liegen in der Zukunft, sind also unsicher. Die maßgebenden Daten bewegen sich in einem System der Annahmen, das auf mehr oder weniger unsicheren Erwartungen aufbaut.



Ertragswertverfahren

Drei Phasen Modell

1. Phase Detailprognosen	Ersten drei Jahre	Einzelbestimmung der Ertragsüberschüsse der ersten 3 Geschäftsjahre auf der Grundlage der vorliegenden Geschäftspläne
2. Phase Trendberechnungen	4. bis 6. Jahr	Näherungsweise Bestimmung der Ertragsüberschüsse in den Jahren auf Grundlage der prognostizierten Entwicklung mit Hilfe von Trendrechnungen
3. Phase Schätzungen	7. Jahr ff.	Grobe Schätzung der Entwicklung der Ertragsüberschüsse meist mit Hilfe einer Konstanten auf der Basis der 2. Phase.



Ertragswertverfahren

Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zur Kapitalisierung der künftigen Ertragsüberschüsse

Bestimmung: Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Kapitalanlage
+ Unternehmerrisiko, Risikoprämie
- Kürzung um persönliche Ertragssteuern

Basiszinssatz:

- üblicherweise wird von der langfristig erzielbaren Rendite öffentlicher Anleihen ausgegangen.

Wichtig - Auf Laufzeitäquivalenz zur U – Investition ist zu achten!!



Ertragswertverfahren

Risikozuschlag:

- Zuschlag zum Basiszinssatz. Erfolgt nach Risikoeinschätzung. Der U – spezifische Risikozuschlag hat sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abzudecken.

Unternehmerrisiko:

- unvorhersehbare Ergebnisschwankungen
- Haftungsrisiken
- verschlechterte Wiederverkaufsbedingungen
- Ist- und Zielkapitalstruktur (tendenziell erhöht ein hoher FK – Anteil das Risiko)



Ertragswertverfahren

Zwei Möglichkeiten, das Unternehmerrisiko zu berücksichtigen:

- Sicherheitsäquivalenzmethode – Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse
- Zins- /Risikozuschlagsmethode – Zuschlag zum Kapitalisierungszins



Ertragswertverfahren

Besonderheiten

Dauerhaft unrentables Unternehmen

- Rentabilität ist das Verhältnis des Erfolges zum eingesetzten Kapital. Ein U ist ertragsschwach, wenn seine Kapitalverzinsung nachhaltig geringer als der Kapitalisierungszinssatz ist.
- Chronische Unrentabilität – Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist nachhaltig nicht zu erwarten, oder Dauerverlust ist zu erwarten.

U – Wert ergibt sich aus dem Liquidationswert, d.h. abgezinste Nettoeinnahmeüberschüsse, die sich aus dem Verkauf der Vermögensposten nach Abzug der Verbindlichkeiten und Liquidationskosten ergeben.



Ertragswertverfahren

Temporär unrentables oder ertragsschwaches Unternehmen

- Bewertung nach Fortführungskonzept und Zerschlagungskonzept
- Ist der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation des U höher als jener bei Fortführung des U, bildet grundsätzlich der Liquidationswert die Wertuntergrenze bei der Bewertung.
- Bei einer Fortführung ist dem Geschäftsplan allergrößte Bedeutung beizumessen. Sämtliche Daten sind genauestens zu prüfen, ggf. durch Wirtschaftsprüfer.



Resümee Unternehmensbewertung

Das Bewertungsverfahren gibt es nicht.

Jedes Unternehmen muss individuell beurteilt werden.

Der Bewertungszweck spielt dabei die ausschlaggebende Rolle.