



Schwerpunktfach Unternehmensprüfung Seminarreihe Unternehmensbewertung

Ertragswertverfahren

Klaus Wenzel, WP/StB
Corporate Finance-/Unternehmensberatung



Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Zum Inhalt



- 1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe**
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

1. Die BPG - Beratergruppe

BPG ist eine große unabhängige, partnerschaftlich geführte Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft mit 10 Standorten in Deutschland und Tochtergesellschaften im Ausland.

Über 200 Mitarbeiter – Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Unternehmens- und IT-Berater – bieten einen interdisziplinären Beratungsansatz auf höchstem Niveau.

Unsere hochqualifizierten Spezialisten betreuen Unternehmen aller Branchen der deutschen Wirtschaft, Institutionen des öffentlichen Sektors sowie vermögende Privatpersonen individuell und mit maßgeschneiderten Lösungen.

Durch unsere Mitgliedschaft bei Kreston International und Leading Edge Alliance sind wir international in allen wichtigen Industrienationen vertreten.

Mit unserer Erfahrung aus über 30 Jahren helfen wir unseren Mandanten, ihren Erfolg nachhaltig zu sichern.



Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Prof. Dr. K. Schwantag/
Dr. P. Kraushaar GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungs- und
Unternehmensberatungsgesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Unternehmensberatungsgesellschaft mbH



Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und
Steuerberatungsgesellschaft



Wirtschaftsprüfungs- und
Steuerberatungsgesellschaft



BPG Baltic Inspekcija AMJ

Für Ihre Kontaktaufnahme

- Wir suchen jederzeit Assistenten und Praktikanten (w/m) -



Klaus Wenzel

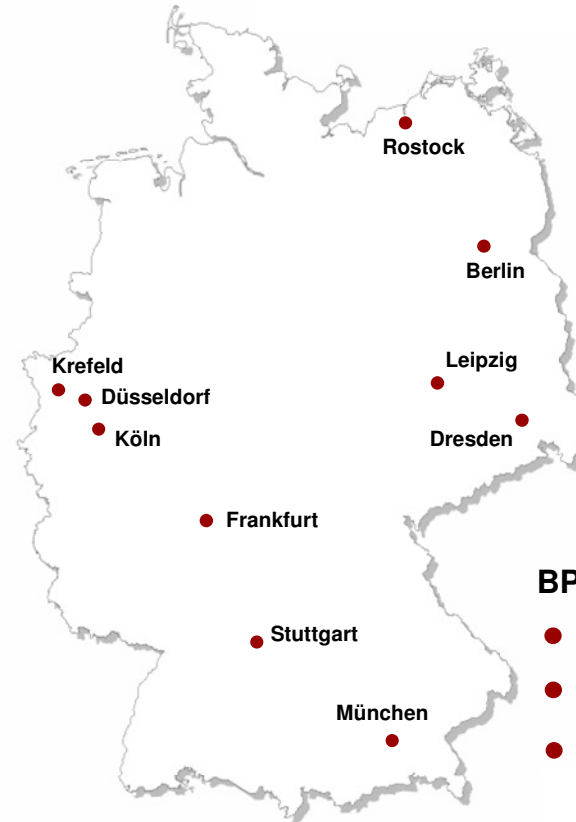
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater
Geschäftsführer, Partner
Tel: +49 (0)2151 508 461
Fax: +49 (0)2151 508 4361
Mail: wenzel@bpg.de



Andreas Hoffmann

Wirtschaftsprüfer
Geschäftsführer, Partner
Tel: +49 (0)2151 508 464
Fax: +49 (0)2151 508 4364
Mail: hoffmann@bpg.de

Über 200 Mitarbeiter sind beschäftigt an
13 Standorten in...



BPG im Ausland:

- Breslau
- Warschau
- Riga



Beratungs- und Prüfungsgesellschaft mbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

Sollbrüggenstraße 52

47800 Krefeld

Telefon 02151 508-400

Telefax 02151 508-401

Anlässe von Unternehmensbewertungen



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
- 2. Anlässe von Unternehmensbewertungen**
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

2. Anlässe von Unternehmensbewertungen

Bewertungsanlässe



- Überblick:
 - Gesetzliche Vorschriften
 - Vertragliche Vereinbarungen
 - Sonstige Gründe

- Gesetzliche / gesellschaftsrechtliche Vorschriften (Beispiele)
 - Aktienrechtliche Regelungen zum Abschluss von Unternehmensverträgen (§§ 291 ff. AktG)
 - Aktienrechtliche Regelungen zur Eingliederung (Ermittlung eines angemessenen Ausgleichs, der Abfindung in Aktien sowie der Barabfindung; §§ 304, 305 AktG)
 - Squeeze out Verfahren (§ 327a AktG)
 - Umwandlungssteuergesetz (Ermittlung von Barabfindungen)

2. Anlässe von Unternehmensbewertungen

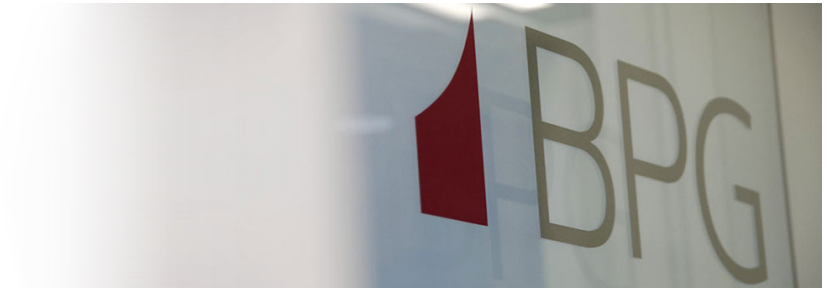
Bewertungsanlässe (2)

- Vertragliche Vereinbarungen (Beispiele)
 - Eintritt und Austritt von Gesellschaftern
 - Erbauseinandersetzungen und Erbteilungen
 - Abfindungsfälle im Familienrecht

- Sonstige Gründe
 - Kauf und Verkauf von Unternehmen
 - Fusionen
 - Börsengänge (Initial Public Offering = IPO)
 - Management Buy Out
 - Kapitalerhöhungen
 - Sacheinlagen



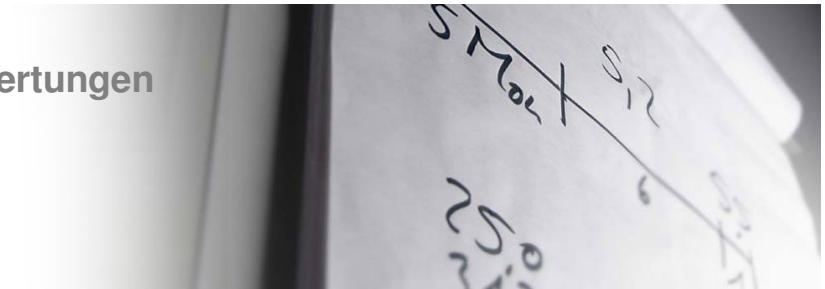
Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
- 3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen**
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen

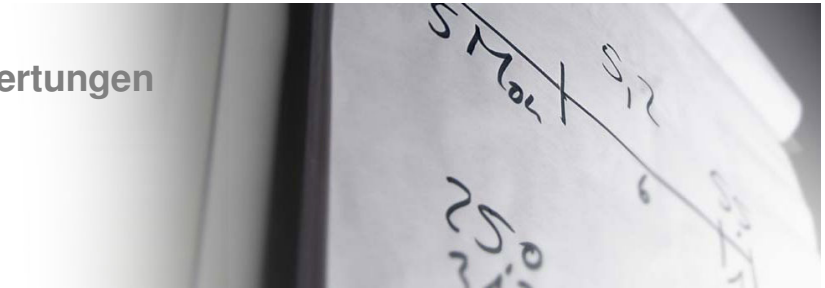
Berufsständische Verlautbarungen



- IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008 vom 02.04.2008, ersetzt die Fassung vom 18.10.2005):
 - Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks (bestimmt Funktion des Wirtschaftsprüfers)
 - Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit
 - Stichtagsprinzip
 - Bewertung künftiger finanzieller Überschüsse
 - Grundsätzlich vor persönlichen Steuern
 - In Ausnahmefällen typisierter Steuersatz des Unternehmenseigners in Höhe der Abgeltungsteuer
 - Gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 - Keine Vollausschüttungshypothese
 - Anwendung des CAPM/Tax-CAPM
 - Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen

Berufsständische Verlautbarungen (2)



- IDW RS HFA 10 (vom 18.10.2005, ersetzt die Fassung vom 04.03.2004):
 - Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses

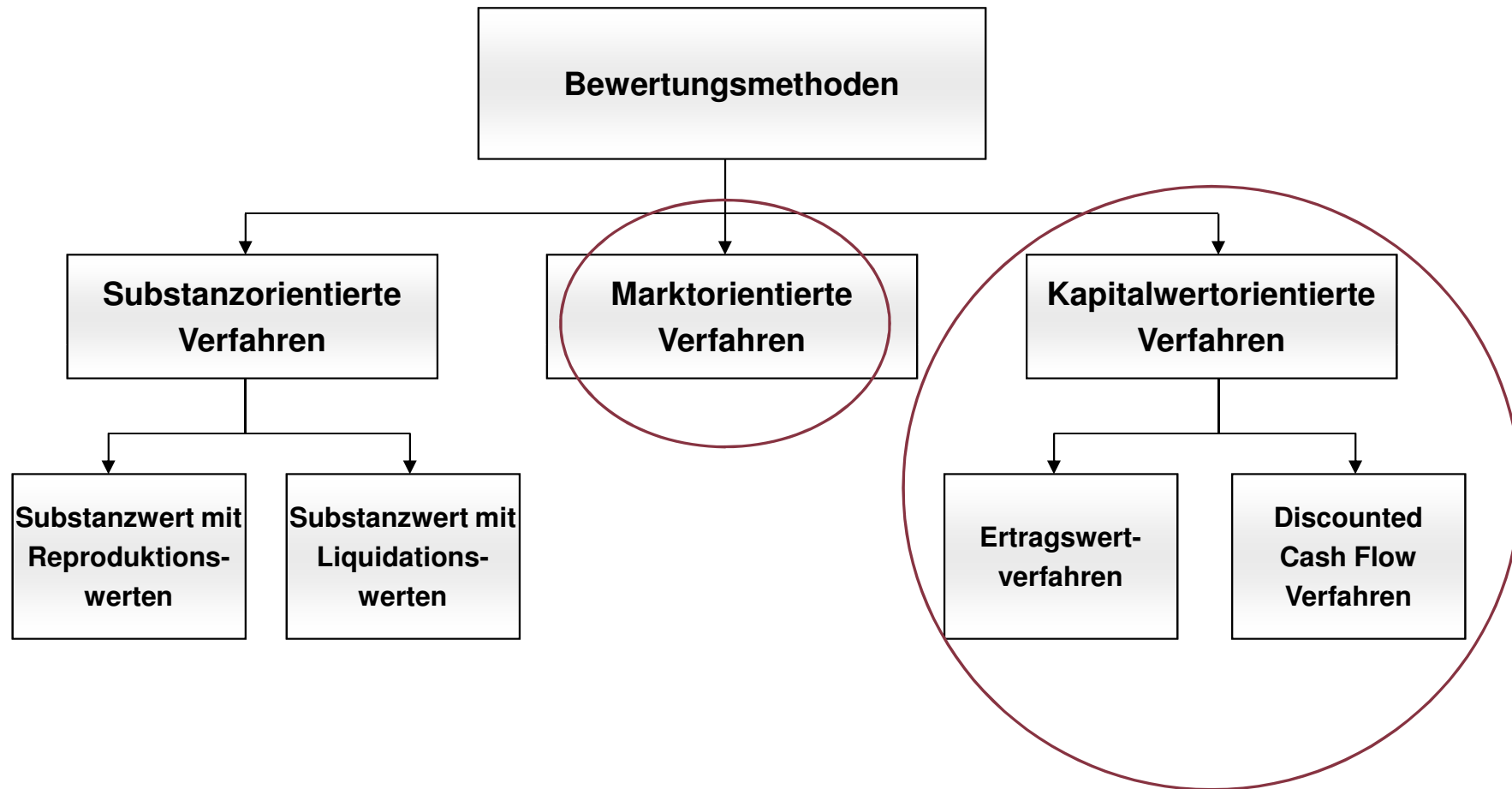
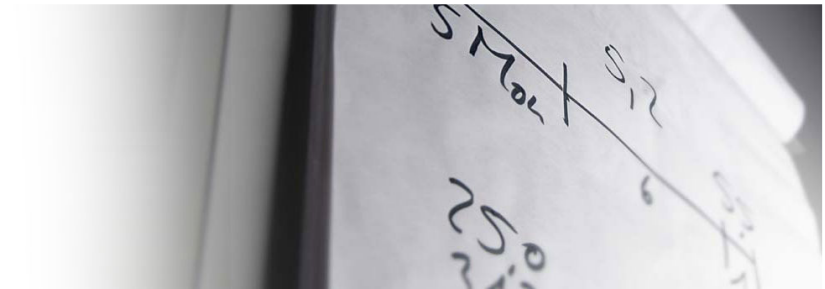
- IDW RS HFA 16 (vom 18.10.2005)
 - IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bewertungen bei der Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS

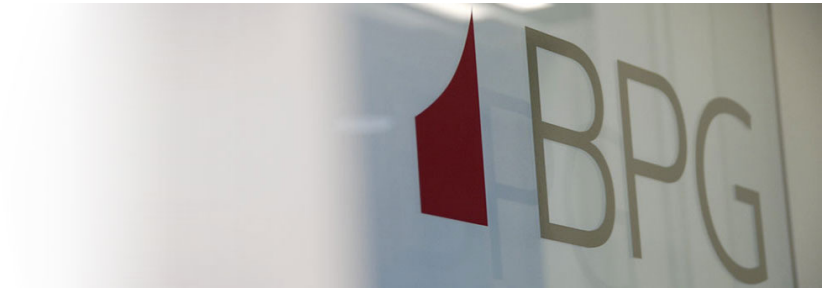
- IDW S 5 (vom 12.07.2007)
 - IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte

- IDW ES 8 (vom 19.08.2009)
 - Entwurf IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions

3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbew

Überblick Bewertungsmethoden





Darstellung Ertragswertverfahren

1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
- 4. Darstellung Ertragswertverfahren**
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

4. Darstellung Ertragswertverfahren

Definition und Ertragswertmodelle



- Definition des Ertragswertes:
 - Summe der abgezinste(n) finanziellen Nettovorteile (Mittelzuflüsse und ersparte Ausgaben) für die Eigentümer
 - Anlehnung an Kapitalwertmethode: $KW = EW - \text{Investitionsauszahlung}$
→ $EW = KW + \text{Investitionsauszahlung}$

- Variables Ausschüttungsmodell

- $$EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

- EW = Ertragswert
 - E = Einnahmeüberschüsse nach Thesaurierung (= Ausschüttung)
 - r = Kapitalisierungszinssatz
 - t = Periode
 - T = Anzahl der Perioden

4. Darstellung Ertragswertverfahren

Ertragswertmodelle (2)



- Unendliches Rentenmodell

$$EW = \frac{E}{r}$$

- Unendliches Wachstumsmodell

$$EW = \frac{E \cdot (1 + w)}{r - w}$$

- Phasenmodelle

$$EW = \sum_{t=1}^T \frac{\overset{\text{ohne Wachstum}}{E_t}}{(1+r)^t} + \frac{E_{T+1}}{r \cdot (1+r)^T}$$

$$EW = \sum_{t=1}^T \frac{\overset{\text{mit Wachstum}}{E_t}}{(1+r)^t} + \frac{E_T \cdot (1+w)}{(r-w) \cdot (1+r)^T}$$

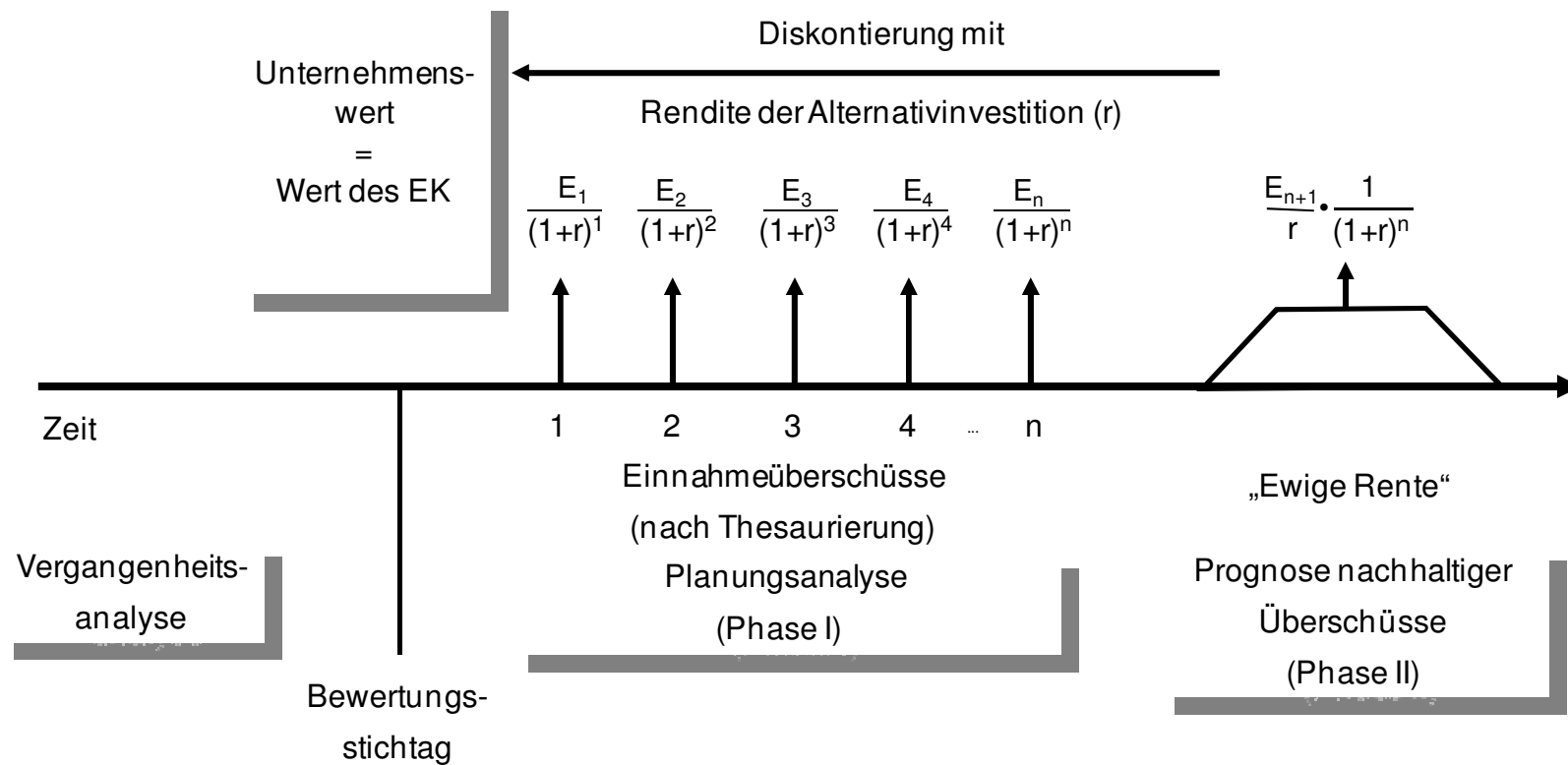
- Mischung aus Ausschüttungs-, Renten- und Wachstumsmodell
- Detailplanungszeitraum (Phase I):
 - zwischen 3 und 5 Jahren
 - variable Ausschüttungen mit konstantem Wachstum
- „Ewige Rente“ / Restwert (Phase II)
- Im Fall „ohne Wachstum“ gilt: $E_{T+1} = E_T$

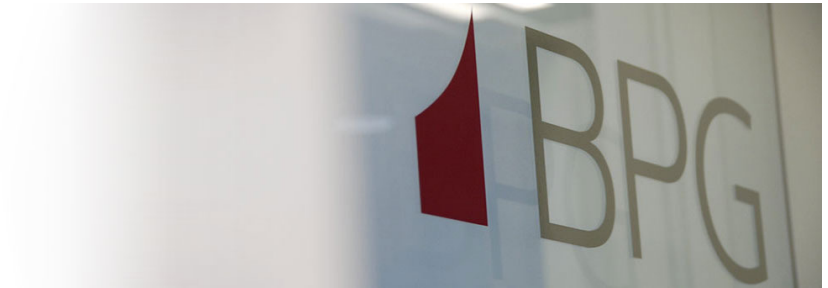
4. Darstellung Ertragswertverfahren

Methodik: Wertermittlung nach dem Ertragswertverfahren



Der Barwert der zukünftigen Ausschüttungen ergibt den Unternehmenswert in Form des Ertragswertes:





Kapitalisierungszinssatz

1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
- 5. Kapitalisierungszinssatz**
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

5. Kapitalisierungszinssatz

Funktionen und Methoden zur Ermittlung



- Funktionen des Kapitalisierungszinssatzes:
 - Vergleichsmaßstab zur Bewertung der Zukunftserfolge
 - Diskontierungsfunktion, um die Zukunftserfolge unter Berücksichtigung der Zinseszinsentwicklung vergleichbar zu machen

- Methoden zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:
 - „Altprüfer“-Methode
 - Zinsfüße aus der Rechtsprechung
 - Capital Asset Pricing Modell (CAPM)

5. Kapitalisierungszinssatz

Grundgleichung des CAPM



$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta$$

mit

→ r_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

→ r_f = risikoloser Zinssatz

→ r_M = Rendite des Marktportfolios

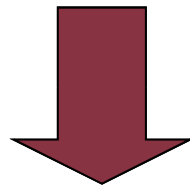
→ β = Risikomaß

5. Kapitalisierungszinssatz

Bestimmung des risikolosen Zinssatzes



$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta$$



- Ermittlung des risikolosen Zinssatzes unter Berücksichtigung der aktuellen Zinsstrukturkurve (Tz. 117, IDW S 1 i.d.F. 2008): Anwendung der Svensson-Methode (Parameter Zinsstrukturkurve: Deutsche Bundesbank)
➔ Excel-Übersicht
- Vorteil: hoher Grad der Objektivierung und der Zukunftsorientierung

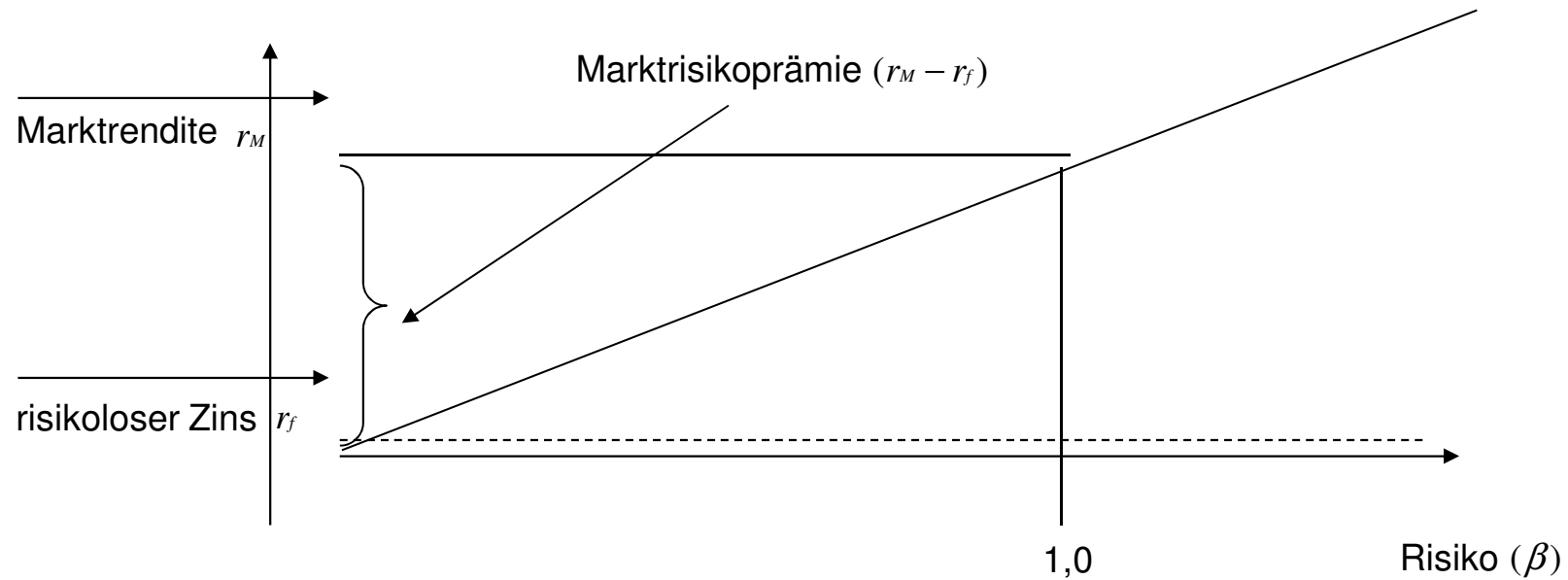
5. Kapitalisierungszinssatz

Zusammenhang Risiko und Eigenkapitalkostensatz



$$r_{EK} = \text{risikoloser Zins} + \text{Marktrisikoprämie} \cdot \beta$$

Erwartete Rendite
= Eigenkapitalkostensatz



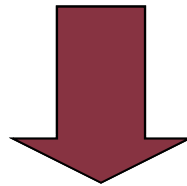
→ Der Kapitalmarkt erwartet eine angemessene Rendite für die Übernahme von Risiko

5. Kapitalisierungszinssatz

Ermittlung der Marktrisikoprämie



$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta$$



Die Marktrisikoprämie ergibt sich aus der durchschnittlichen langfristigen Differenz zwischen der Rendite eines Aktienindex und der Rendite risikoloser Staatsanleihen und stellt die erwartete „Überrendite“ bei Anlage in riskante statt in risikolose Wertpapiere dar.

Markt- risikoprämie	=	erwartete Rendite eines Aktienindex	-	risikolose Rendite
------------------------	---	--	---	-----------------------

➔ Auswahl eines Aktienindex erforderlich

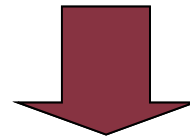
5. Kapitalisierungszinssatz

Der Beta-Faktor als Risikomaß



$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta$$

$$\text{Statistisch: } \beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\text{Var}(r_M)}$$



Beta > 1

Wert des Eigenkapitals des Unternehmens reagiert im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes

Beispiel: stark pro-zyklische Aktien

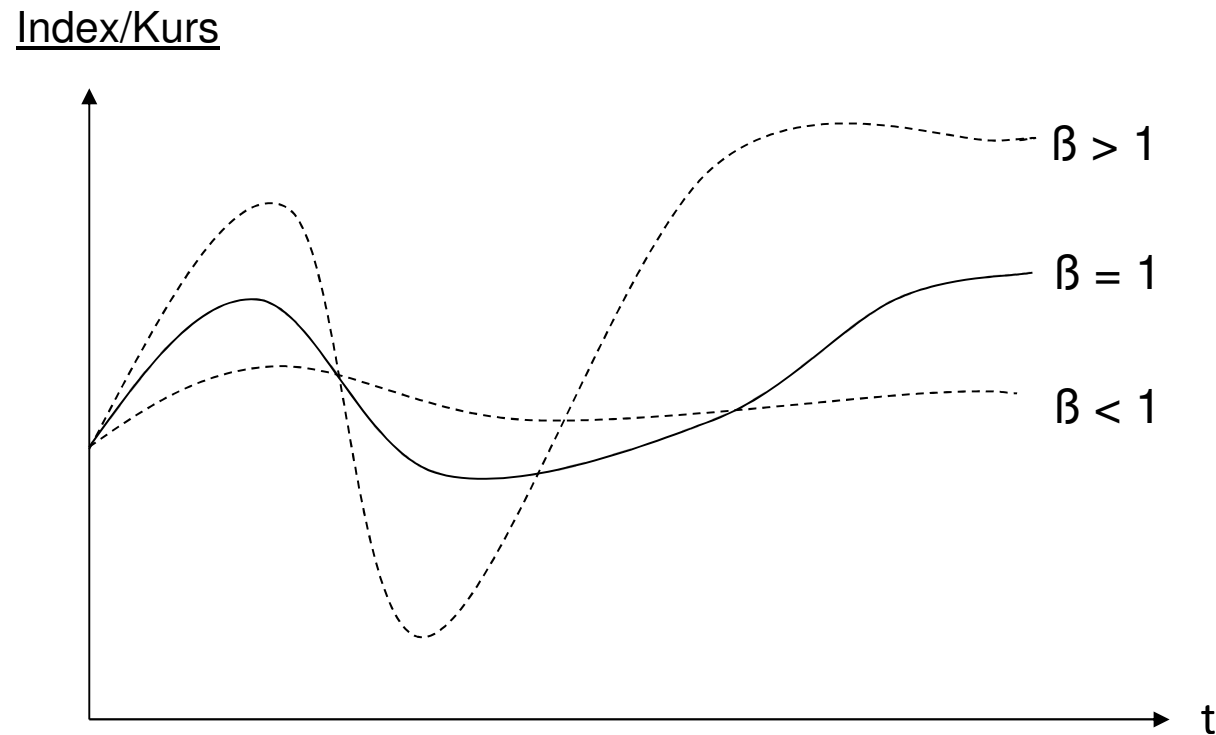
Beta < 1

Wert des Eigenkapitals des Unternehmens reagiert im Durchschnitt unterproportional auf Schwankungen des Marktes

Beispiel: defensive Aktien, z.B. Versorger

5. Kapitalisierungszinssatz

Der Beta-Faktor als Risikomaß (2)



- Beta ist ein Maß für die *Schwankungsbreite einer Aktie* im Vergleich zum Gesamtmarkt

5. Kapitalisierungszinssatz

Der Beta-Faktor als Risikomaß (3)



Börsennotierte
Unternehmen

- Berechnung des Beta-Faktors aus der Kurs- bzw. Renditeentwicklung der Aktie in der Vergangenheit (z.B. über Thomson Financial, Bloomberg)
- Berechnung des Beta-Faktors anhand von Unternehmenskennzahlen und Prognosemodellen (Thomson Financial, BARRA)
- Branchen-Beta als Maßstab
- Kombination des Unternehmens-Betas mit dem Branchen-Beta

Nicht
börsennotierte
Unternehmen

- Ableitung des Beta-Faktors des Unternehmens aus den Beta-Faktoren von Vergleichsunternehmen
- Branchen-Beta als Maßstab
- Kombination des Beta-Faktors des Portefeuilles der Vergleichsunternehmen mit dem Branchen-Beta

5. Kapitalisierungszinssatz

Der Beta-Faktor als Risikomaß (4)



- Kann aufgrund einer fehlenden Börsennotierung kein direkter Beta-Faktor ermittelt werden, so ist eine Gruppe vergleichbarer branchenverwandter, börsenorientierter Unternehmen heranzuziehen (*Peer Group*).
- Das mit dem Beta-Faktor abgebildete systematische Risiko wird üblicherweise in das *operative Risiko* und das *Kapitalstrukturrisiko* aufgeteilt.
- Um zu einer unternehmensspezifischen Ableitung des systematischen Risikos zu gelangen, sind die ermittelten Beta-Faktoren der Peer Group um das *Kapitalstrukturrisiko* zu bereinigen (s.g. „unlevern“).

- Dies geschieht mit der folgenden Formel:

$$\beta_u = \frac{\beta_v}{1 + (1-s) \cdot \frac{FK}{EK}}$$

■ s	= Unternehmenssteuersatz
■ FK/EK	= Fremdkapital/Marktwert Eigenkapital
■ β_u	= unverschuldetes Beta
■ β_v	= verschuldetes Beta

- Die zu errechnende *unverschuldete* Größe wird an die *Zielkapitalstruktur* des zu bewertenden Unternehmens folgendermaßen angepasst (s.g. „relevern“)

$$\beta_v = \beta_u \cdot (1 + (1-s) \cdot \frac{FK}{EK})$$

5. Kapitalisierungszinssatz

Der Beta-Faktor als Risikomaß (5): Beispiel



unlevern

$$\beta_u = \frac{\beta_v}{1 + (1-s) \cdot \frac{FK}{EK}}$$

$$\beta_u = \frac{1,1}{1 + (1 - 31,575\%) \cdot \frac{50}{100}} = 0,8196$$

wobei:

$\beta_v = 1,1$ (β verschuldet des Vergleichsunternehmens)

$s = 31,575\%$ (GewSt (H=450%); KSt zzgl. SolZ)

FK = TEUR 50

EK = TEUR 100

relevern

$$\beta_v = \beta_u \cdot \left(1 + (1-s) \cdot \frac{FK}{EK} \right)$$

$$\beta_v = 0,8196 \cdot \left(1 + (1 - 29,825\%) \cdot \frac{50}{150} \right) = 1,01$$

wobei:

$\beta_u = 0,8196$ (β unverschuldet des Vergleichsunternehmens)

$s = 29,825\%$ (GewSt (H=400%); KSt zzgl. SolZ)

FK = TEUR 50 (zu bewertendes Unternehmen)

EK = TEUR 150 (zu bewertendes Unternehmen)

→ aufgrund einer sich im Zeitablauf ändernden Kapitalstruktur (FK/EK) des Unternehmens können sich periodenspezifische Beta-Faktoren und somit periodenspezifische r_{EK} ergeben

5. Kapitalisierungszinssatz

CAPM: Rechenbeispiel



$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta$$

$$r_f = 4,0\%$$

$$r_M = 9,0\%$$

$$\beta = 0,82$$

$$\begin{aligned} r_{EK}^{vSt} &= 0,04 + (0,09 - 0,04) \cdot 0,82 \\ &= 0,04 + 0,05 \cdot 0,82 \\ &= 0,04 + 0,041 \\ &= 8,1\% \end{aligned}$$

vor Steuern, bei unterstelltem unverschuldetem Unternehmen

→ r_{EK} konstant

Neuerung bei der Unternehmensbewertung

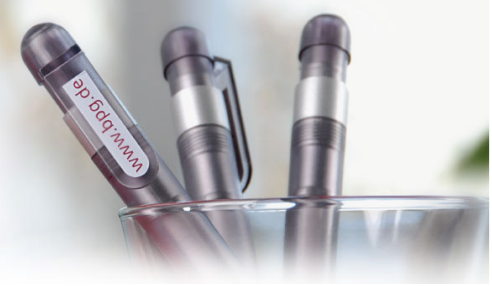


1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
- 6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung**
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. Fallbeispiel

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.1. Problemstellung

Stand der Weiterentwicklung des IDW S 1

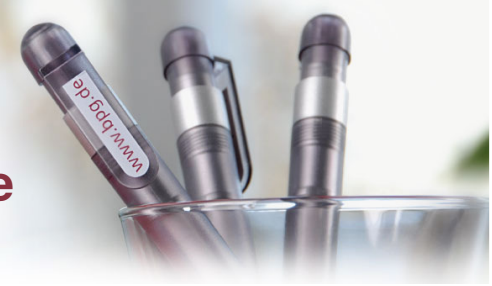


- IDW S 1 i.d.F. 28.06.2000
 - ersetzt Stellungnahme HFA 2/1983: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ und Stellungnahme HFA 6/1997: „Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“
 - Standard zur Bewertung von Unternehmen
- IDW S 1 i.d.F. 18.10.2005
 - Einschränkung der Vollausschüttungshypothese
 - Zutreffende Formulierung der Alternativanlage (Kapitalisierungszinssatz); Vorstellung des Tax-CAPM
- IDW ES 1 i.d.F. 2007 vom 05.09.2007
 - 2 Jahre nach Verabschiedung des IDW S1 i.d.F. 18.10.2005 wird am 06.07.2007 die Unternehmensteuerreform 2008 vom Bundesrat gebilligt
 - Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) präsentiert am 05.09.2007 den Entwurf einer Neufassung des IDW Standards
- IDW S 1 i.d.F. 2008 vom 02.04.2008
 - FAUB verabschiedet am 02.04.2008 die Neufassung des IDW Standards

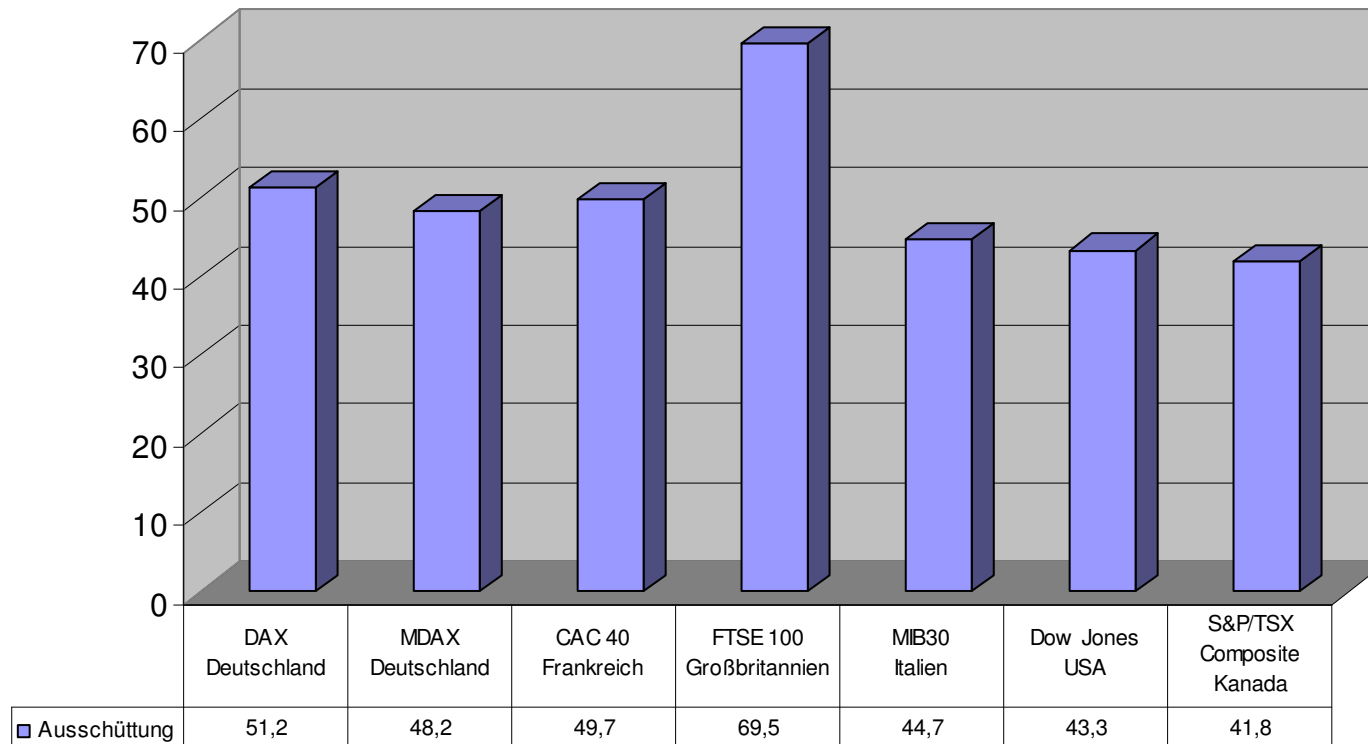
6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.2. Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

Kritische Überlegungen zur Vollausschüttungshypothese



- Annahme der Vollausschüttung lässt sich nicht aus dem empirisch beobachteten Ausschüttungsverhalten der Vergangenheit (1988 bis 2003) ableiten:

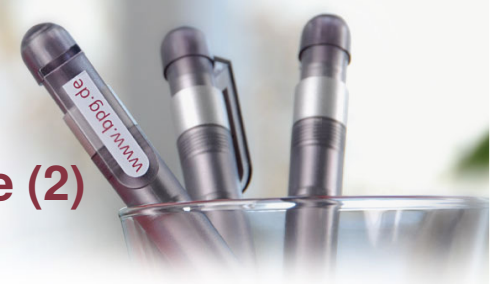


■Quelle: Bloomberg

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.2. Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

Kritische Überlegungen zur Vollausschüttungshypothese (2)



- Unternehmenssteuerreform 2008 (ab VZ 2008):
 - Definitivsteuer von 15% (zzgl. Solidaritätszuschlag (5,5%) auf Unternehmens-ebene (Körperschaftsteuer)
 - Weitere Besteuerung der Ausschüttung auf Ebene der Anteilseigner mit 25% (Abgeltungsteuer; ab VZ 2009)
- Diese „Doppelbesteuerung“ ließe sich zunächst vermeiden, wenn ganz oder teilweise auf die Gewinnausschüttung verzichtet wird
- Die Wiederanlage auf Ebene des zu bewertenden Unternehmens (Thesaurierung) wird aufgrund der zunächst ersparten persönlichen Einkommensteuer zu einem höheren Wert erfolgen als auf Ebene des Anteilseigners (Vollausschüttung)
- = Transformation von ansonsten sofort zu versteuernden Dividenden in erst später zu versteuernde Dividenden ist werterhöhend aus Sicht des persönlichen Anteilseigners

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.2. Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

IDW S 1: Berücksichtigung der Thesaurierung im Bewertungskalkül



- Ableitung des *Ausschüttungsverhaltens* in Phase I des Prognosezeitraums:
 - Individuelles Unternehmenskonzept sowie Ausschüttungsquoten des zu bewertenden Unternehmens in der Vergangenheit
 - Alternativ: Marktausschüttungsquote (Peer Group)

- Ableitung des *Ausschüttungsverhaltens* in Phase II des Prognosezeitraums (ewige Rente):
 - Äquivalentes Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens und der Alternativanlage (Marktausschüttungsquote)
 - Ableitung bzw. empirische Erhebung der Ausschüttungsquote aus den Marktdaten

- Anlage der thesaurierten Beträge im Bewertungskalkül (Prämisse):
 - Verdienst der Alternativrendite = geforderte Kapitalkosten (→ wertneutral)
 - Transformation von ansonsten sofort zu versteuernden Dividenden in erst später zu versteuernde Dividenden (→ werterhöhend)

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.2. Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

IDW S 1: Berücksichtigung der Thesaurierung im Bewertungskalkül (2)

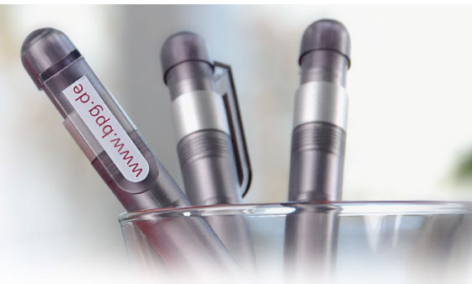


- Anlage der thesaurierten Beträge im Bewertungskalkül (Alternative, Praxis):
 - Für die Wiederanlage der thesaurierten Beträge ist grundsätzlich kapitalwertneutral typisierend die Anlage zum Kapitalisierungszinssatz (vor Berücksichtigung der auf der Unternehmensebene anfallenden Steuern) anzunehmen.
 - Eine Wiederanlage zum Kapitalisierungszinssatz kann ebenfalls wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Gesellschafter dargestellt werden.
 - Die thesaurierten Beträge können unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierung den Anteilseignern zugerechnet werden.
 - siehe folgendes Excel-Beispiel

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.2. Abkehr von der Vollausschüttungshypothese

Zahlenbeispiel



- Unternehmensbewertung mit *anteiliger Thesaurierung in Phase II* (IDW S 1 i.d.F. 2008):

Ertragswertverfahren

Angaben in:	T €	Phase I					Phase II
		2010	2011	2012	2013	2014	
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Gewerbesteuer*		-17,50	-17,50	-17,50	-17,50	-17,50	-17,50
Körperschaftsteuer*		-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00
Ergebnis nach Unternehmensteuern		67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50
Minderheitenanteile		0	0	0	0	0	0
<i>Thesaurierung (nachrichtlich)</i>		<i>(-33,75)</i>	<i>(-33,75)</i>	<i>(-33,75)</i>	<i>(-33,75)</i>	<i>(-33,75)</i>	<i>(-33,75)</i>
Ergebnis nach Thesaurierung (Ges.)		67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50
Wertbeitrag aus Thesaurierung*		33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75
Wertbeitrag aus Ausschüttung		33,75	33,75	33,75	33,75	33,75	33,75
Nettoeinnahmen Anteilseigner		67,50	67,50	67,50	67,50	67,50	67,50
Periode		1	2	3	4	5	
Kapitalisierungszinssatz		8,075%	8,075%	8,075%	8,075%	8,075%	8,075%
Barwertfaktor		0,9253	0,8561	0,7922	0,7330	0,6782	8,3991
Barwerte		62,46	57,79	53,47	49,48	45,78	566,94

Unternehmenswert zum 1. Januar 2010**	835,91
--	---------------

Nachrichtlich:

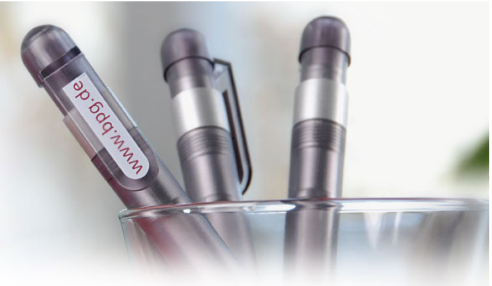
* Gewerbesteuerhebesatz	500%	500%	500%	500%	500%	500%
Körperschaftsteuer (ohne Solidaritätszuschlag)	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Ausschüttungsquote:	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%

** bei Annahme eines unverschuldeten Unternehmens

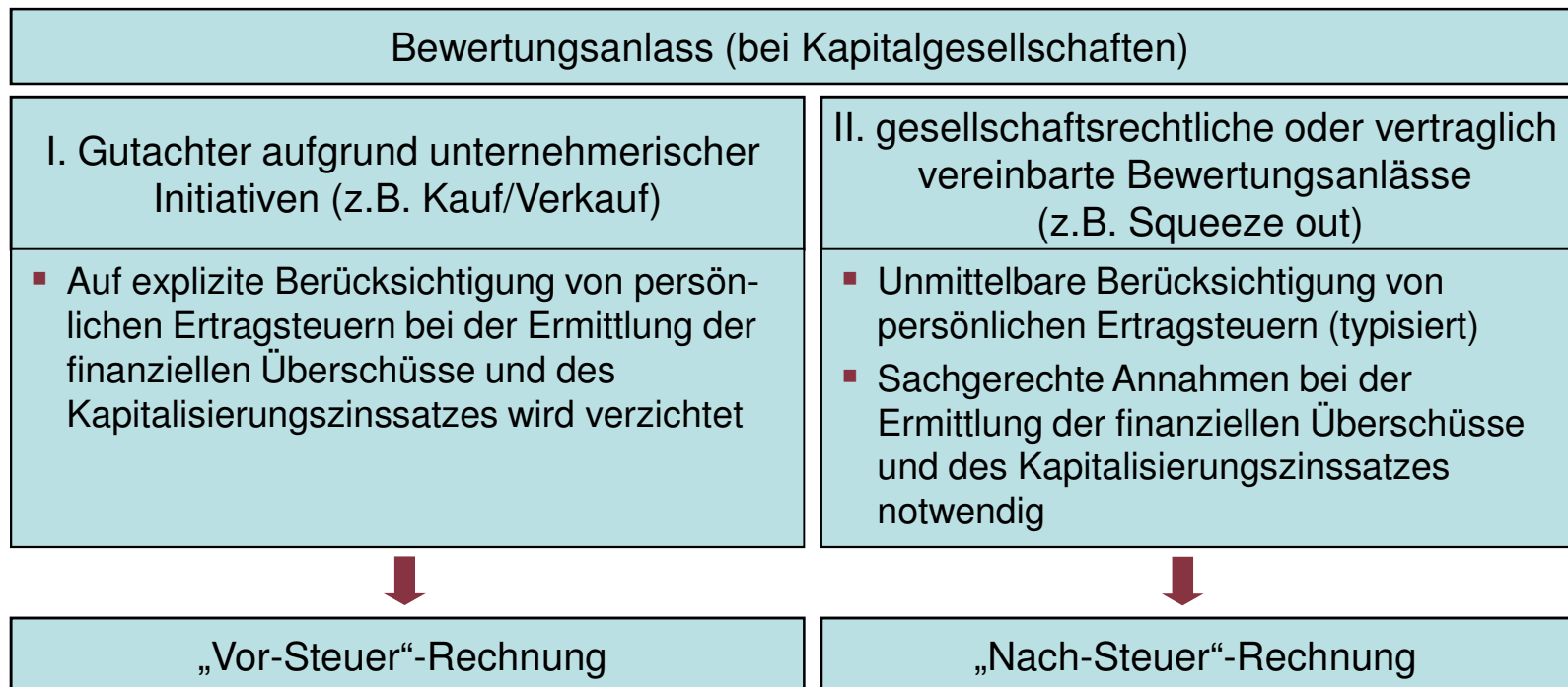
6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Wesentliche Änderungen IDW S 1 i.d.F. 2008



- Anwendungszeitpunkt ➤ Bewertungsstichtage ab dem 07.07.2007
- Änderung insbesondere hinsichtlich der Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner:

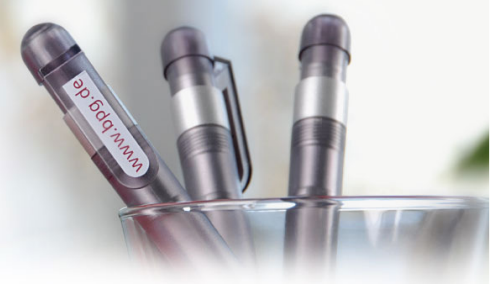


- Personengesellschaften, Einzelunternehmen ➤ „Nach-Steuer“-Rechnung

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

I. Bewertung aufgrund unternehmerischer Initiativen



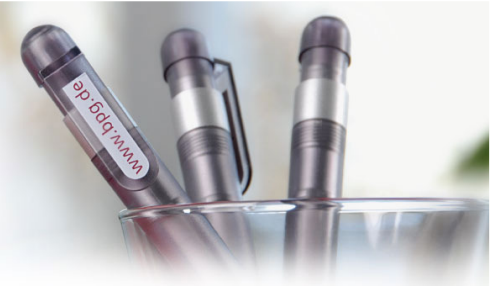
- Ermittlung der Nettoeinnahmen:
 - Berücksichtigung der Neuerungen bei den Unternehmenssteuern
 - Gewerbesteuer
 - Körperschaftsteuer
 - Keine unmittelbare Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner
 - Typisierte persönliche Steuer wird nicht in Abzug gebracht

- Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:
 - Kapitalisierungszinssatz (= Nenner des Kapitalwertkalküls) muss den zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen (= Zähler des Kapitalwertkalküls) hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein
 - Heranziehung der Rendite einer Alternativinvestition in andere Unternehmens-anteile mit vergleichbarer Risikostruktur (z.B. Investition in ein Aktienportfolio)
 - Ermittlung des Risikozuschlages auf Basis des CAPM (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 92)

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes mit dem CAPM



- Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM):
 - $r_j = r_f + (r_M - r_f) \cdot \beta_j$, mit
 - r_j = Alternativrendite der Vergleichsinvestition j vor Steuern
 - r_f = Rendite des risikofreien Wertpapiers vor Steuern
 - r_M = Rendite des Marktportfolios vor Steuern
 - β_j = Betafaktor der (risikoäquivalenten) Vergleichsinvestition
- Wesentliche Vorteile des CAPM:
 - Steht im Einklang mit der herrschenden Kapitalmarkttheorie (Investition in ein effizientes Aktienportfolio angepasst an die individuelle Risikopräferenz des Investors)
 - Geeignete Datenbasis für deutsche und internationale Kapitalmärkte ist vorhanden (z.B. für die Erhebung von r_M und β_j)
 - Ermittlung der Alternativrendite ist intersubjektiv nachprüfbar



II. Bewertung im Rahmen von gesetzlichen oder vertraglich vereinbarten Anlässen

- Die Bewertung eines Einzelunternehmens oder einer Personengesellschaft erfordert stets eine Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern, wenn – wie im Fall des derzeitigen Steuersystems – die persönliche Einkommensteuer teilweise oder ganz an die Stelle der in der Alternativrendite bereits berücksichtigten Unternehmenssteuer tritt.
- Ebenso bei aufgrund gesetzlicher oder vertraglicher Vorschriften, insbesondere zur Ermittlung eines Abfindungsanspruchs bei Verlust von Eigentums- und Gesellschafterrechten, z.B. Squeeze out, sind wegen der Typisierung einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner weitergehende Analysen zu den effektiven Auswirkungen der persönlichen Steuern auf die künftigen Nettozuflüsse und den Kapitalisierungszinssatz erforderlich.

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Persönliche Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung (1)



- Kapitaleinkünfte wie Zinsen, Dividenden und Kursgewinne werden beim Anteilseigner mit einer einheitlichen Abgeltungsteuer belastet
 - Inkrafttreten ab dem 01.01.2009
- Steuersatz: 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer
 - $s = 25\% \cdot (1+0,055) = 26,375\%$
- Abschaffung der Steuerfreiheit für realisierte Veräußerungsgewinne nach der Spekulationsfrist
- Personengesellschaften:
 - (a) Besteuerung thesaurierter Beträge mit 28,25% zzgl. SolZ oder
 - (b) persönlichem Einkommensteuersatz (Wahlrecht);bei Entnahme/Ausschüttung Nachversteuerung der thesaurierten Beträge
 - (a) mit Abgeltungsteuer (25% zzgl. SolZ),
 - (b) ohne weitere Belastung

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Persönliche Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung (2)



- Abgeltungsteuer auf Kapitaleinkünfte ist bei Unternehmensbewertungen zu berücksichtigen bei der
 - Ermittlung der Nettoeinnahmen
 - Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes (Anwendung des Tax-CAPM)
- Abgeltungsteuer bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen:
 - Phase I (Detailplanungszeitraum): Beispiel Kapitalgesellschaft

Nettoeinnahmen	Phase I				
	2010	2011	2012	2013	2014
	T €	T €	T €	T €	T €
Ergebnis nach Thesaurierung (Ges.)	68,4	82,1	102,6	130,0	164,2
Wertbeitrag aus Ausschüttung*	68,4	82,1	102,6	130,0	164,2
persönliche Steuern (26,375%)	-18,0	-21,7	-27,1	-34,3	-43,3
Nettoeinnahmen	50,4	60,5	75,6	95,7	120,9

* Beachte: Ausschüttungsquote: 100%

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Persönliche Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung (3)



(2) Phase II (ewige Rente):

→ Unterscheidung zwischen Wertbeitrag aus Ausschüttung und Wertbeitrag aus Thesaurierung:

- Abgeltungsteuer auf Wertbeitrag aus Ausschüttung in der Phase II wird wie in Phase I behandelt
 - Abgeltungsteuer auf Wertbeitrag aus Thesaurierung (Veräußerungsgewinne) wird in der Bewertungsfachliteratur diskutiert:
- Hintergrund: Typisierungen hinsichtlich des Zeitpunktes der Veräußerungsgewinnbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Steuersatzes (Steuerstundungseffekte) notwendig

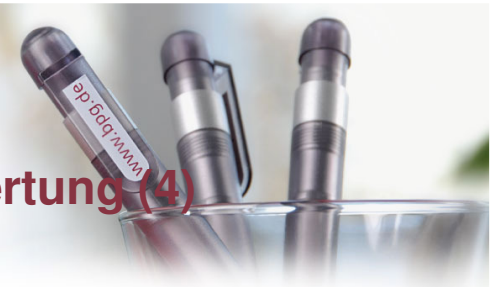
		Haltedauer in Jahren						
		1	5	10	20	30	40	∞
Kursrendite	1%	25%	25%	24%	23%	22%	22%	0%
	5%	25%	23%	21%	18%	15%	13%	0%
	9%	25%	22%	19%	14%	11%	8%	0%

} effektiver Kursgewinnsteuersatz

Quelle: Wiese (2007)

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung
 6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Persönliche Steuern im Rahmen der Unternehmensbewertung (4)



→ Praxis – Effektive Kursgewinnsteuer:

- Schätzung der zu erwartenden „normalen“ Haltedauer für Aktien
- Rückgriff auf Daten des US-amerikanischen Internal Revenue Service sowie Bankdaten: typische Haltedauer von 10 bis 25 Jahren
- Effektiver Kursgewinnsteuersatz von 12,5% (hälftiger Abgeltungsteuersatz) zzgl. SolZ wird als sachgerecht erachtet

▪ Beispiel:

Angaben in:	T€	Phase II
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)		100,00
Gewerbsteuer		-17,50
Körperschaftsteuer		-15,83
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		66,68
<i>Thesaurierung (nachrichtlich)</i>		-33,34
Ergebnis nach Thesaurierung		33,34
Wertbeitrag aus Thesaurierung		33,34
Wertbeitrag aus Ausschüttung		33,34
persönliche Steuern (Thesaurierung)		-4,40
persönliche Steuern (Ausschüttung)		-8,79
Nettoeinnahmen Anteilseigner		53,49

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote: 50%

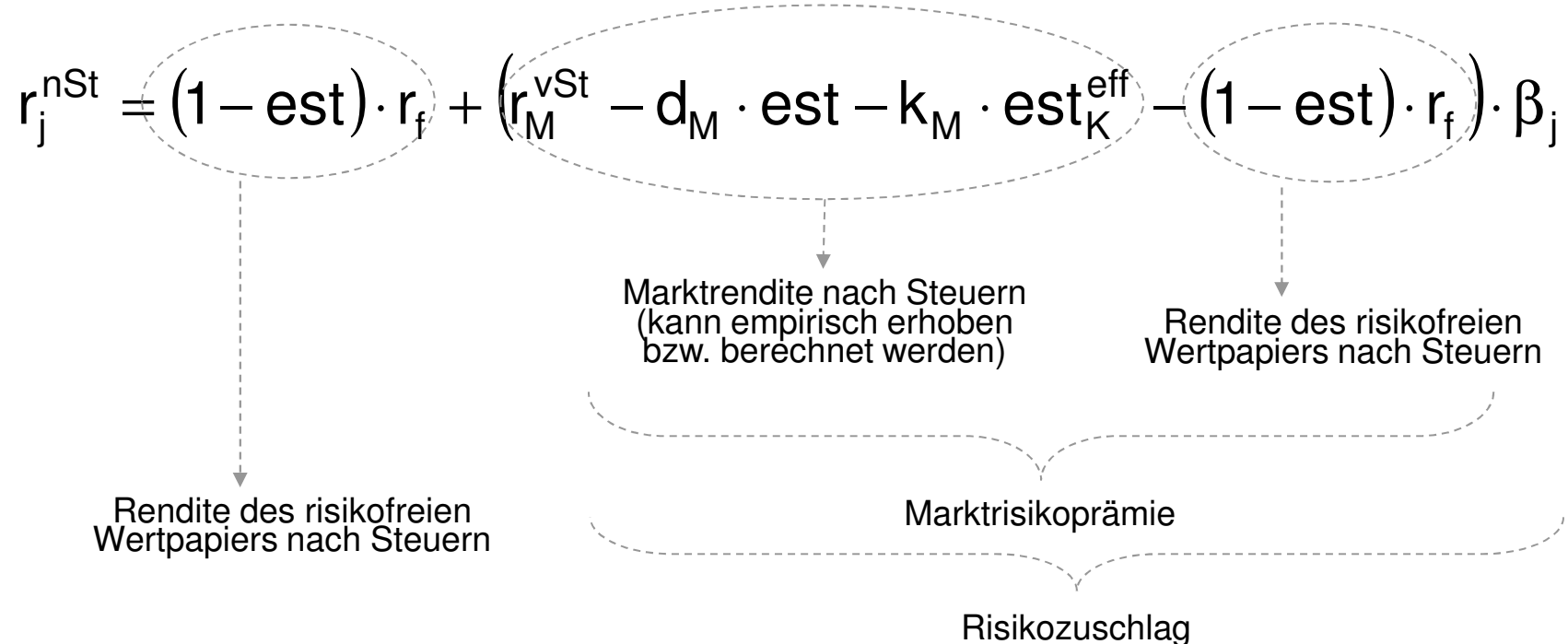
Steuern:

Hebesatz GewSt 500%
 GewSt 17,50%
 KSt 15,00%
 SolZ 5,50%
 KSt incl. SolZ 15,83%
 Abgeltungsteuer incl. SolZ 26,38%

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes: Anwendung des Tax-CAPM (1)



Legende:

r_j^{nSt} = Alternativrendite nach Einkommensteuer
 est = Abgeltungsteuer zzgl. SolZ
 d_M = Marktdividendenrendite
 r_f = risikoloser Basiszinssatz

r_M^{vSt} = empirisch beobachtbare Markttrendite vor Einkommensteuer
 est_K^{eff} = effektiver Einkommensteuersatz auf Kursgewinne (Zeitpunkt der Realisierung ungewiss)
 k_M = Marktkursgewinnrendite
 β_j = Betafaktor der Alternativanlage

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes: Anwendung des Tax-CAPM (2)



$$r_j^{nSt} = (1 - est) \cdot r_f + (r_M^{vSt} - d_M \cdot est - k_M \cdot est_K^{eff} - (1 - est) \cdot r_f) \cdot \beta_j$$

$$r_j^{nSt} = (1 - 26,375\%) \cdot 4\% + (11,006\% - 10\% \cdot 26,375\% - 7\% \cdot 13,1875\% - (1 - 26,375\%) \cdot 4\%) \cdot 1,1$$

$$r_j^{St} = 2,945\% + (7,445\% - 2,945\%) \cdot 1,1$$

Rendite des
risikofreien
Wertpapiers
nach Steuern

Marktrendite nach Steuern
(kann empirisch erhoben
bzw. berechnet werden)

Rendite des risikofreien
Wertpapiers nach Steuern

$$r_j^{St} = 2,945\% + 4,5\% \cdot 1,1$$

Marktrisikoprämie

$$r_j^{St} = 2,945\% + 4,95\%$$

Risikozuschlag

$$r_j^{St} = 7,895\%$$

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.3. Berücksichtigung persönlicher Steuern

Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes: Anwendung des Tax-CAPM (3)



- Berücksichtigung von Kursgewinn- und Dividendenrendite des Marktportfolios
 - Kursrendite = Rendite, die auf Basis nicht realisierter Kursgewinne bestimmt wird
→ wird empirisch gemessen
 - Dividendenrendite
→ wird aus den empirischen Daten berechnet
 - Besteuerung nach der Unternehmenssteuerreform 2008 mit pauschal 25% zzgl. Solidaritätszuschlag

→ Steueräquivalenz:

sowohl im Zähler als auch im Nenner der Ertragswertformel werden nun die persönlichen Ertragsteuern in einem konsistenten Kalkül berücksichtigt

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. Anwendung des IDW RS HFA 10

Kurzdarstellung des IDW RS HFA 10



- Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. vom 18.10.2005 bei der Bewertung von Beteiligungen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses

- Wesentliche Inhalte:
 - Handelsrechtliche und betriebswirtschaftliche Grundlagen der Bewertung von Beteiligungen (Bewertungsvorschriften: §§ 252, 253 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 S. 3)
 - Berücksichtigung von Synergieeffekten und noch nicht eingeleiteten Maßnahmen
 - Berücksichtigung von Ertragsteuern
 - Bewertung unter Veräußerungsgesichtspunkten

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. Anwendung des IDW RS HFA 10

Unterschiede der Bewertungsverfahren: IDW S 1 und IDW RS HFA 10



IDW S 1

Anwendungsbereich

Vorgabe von allg. Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen aufgrund vertraglicher Vereinbarung oder gesetzlicher Vorschriften

Synergien

Berücksichtigung unechter Synergien (obj. Werte), zusätzlich echte Synergien (subj. Werte)

Ertragsteuern Unternehmen

zu berücksichtigen

Ertragsteuern Anteilseigner

abhängig vom Bewertungsanlass und -objekt (typisiert oder, wenn Steuersituation bekannt, individuell bzw. explizit nicht zu erfassen)

Kapitalisierungszinssatz

Eigenkapitalkostensatz abhängig vom Bewertungsanlass und -objekt nach Ertragsteuern des Unternehmens und nach/vor Ertragsteuern des Anteilseigners

IDW RS HFA 10

- Handelsrechtlicher Jahresabschluss
- Bewertung von Beteiligungen

Unechte und echte Synergien sowie Effekte aus geplanten, noch nicht eingeleiteten Maßnahmen

zu berücksichtigen, auch die des bilanzierenden Unternehmens

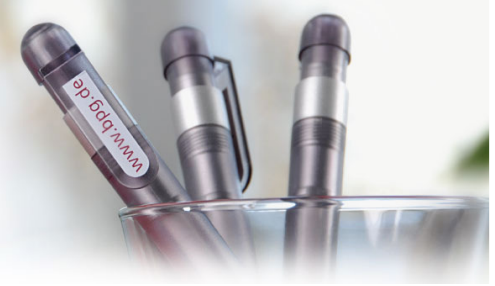
explizit nicht zu erfassen

Eigenkapitalkostensatz nach Ertragsteuern des Unternehmens, ohne Ertragsteuern des Anteilseigners

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. IDW RS HFA 16

Unterschiede der Bewertungsverfahren: IDW RS HFA 16



- IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bewertungen bei der Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS (IDW RS HFA 16)

- Gegenstand des IDW RS HFA 16 sind Bewertungen,
 - die auf Basis der International Financial Reporting Standards (IFRS)
 - einschließlich der International Accounting Standards (IAS) sowie
 - der Interpretationen des International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) und des früheren Standing Interpretations Committee (SIC)
 - im Rahmen der Erstkonsolidierung bei Unternehmenszusammenschlüssen gemäß IFRS 3 und IAS 38 (revised 2004)
 - einschließlich der Ableitung des Geschäfts- oder Firmenwertes sowie
 - der Prüfung der Werthaltigkeit von Vermögenswerten
 - einschließlich des Geschäfts- oder Firmenwerts, gemäß IAS 36 (revised 2004) durchzuführen sind.

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. IDW S 5

Unterschiede der Bewertungsverfahren: IDW S 5



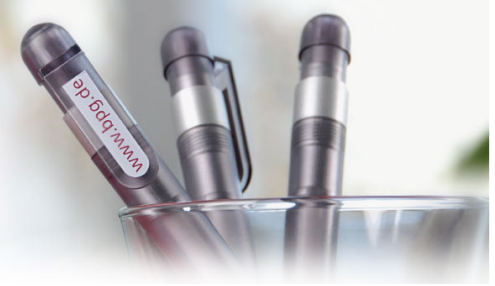
- IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (IDW S 5)

- Gegenstand des IDW S 5:
 - Bewertung von immateriellen Vermögenswerten (bspw. marketingbezogene, kundenorientierte oder auf Verträgen und Rechten basierende)
 - Darstellung der anzuwendenden Bewertungsverfahren: kapitalwertorientierte, marktpreis- oder kostenorientierte Verfahren
 - Vorrang der Kapitalwertmethode mit Berücksichtigung des Risikos über Risikozuschlags- oder Sicherheitsäquivalentmethode
 - Verwendung des CAPM und Berufung auf die Grundsätze des IDW S 1
 - Differenzierte Darstellung der Bewertung von Marken, insb. Produkt-, Dach- und Unternehmensmarken
 - Vorgabe und Erläuterung der Verfahren der Lizenzpreisanalogie oder alternativ der Residualwertmethode zur Markenbewertung

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. IDW ES 8

Fairness Opinions: IDW ES 8



- Entwurf IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)

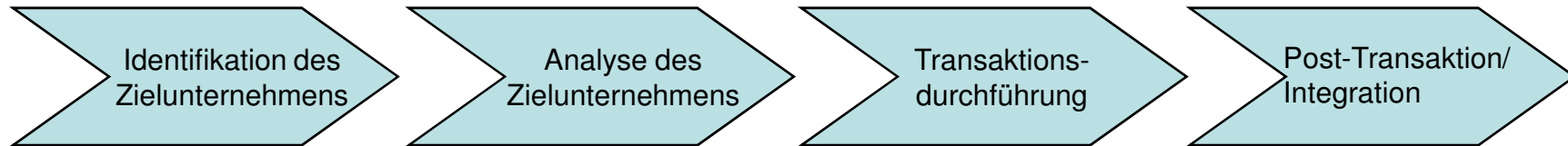
Fairness Opinions sind grundsätzlich Stellungnahmen eines unabhängigen Gutachters zur Vorteilhaftigkeit eines Unternehmens(ver)kaufs aus Sicht der Aktionäre.

- Gegenstand des IDW ES 8:
 - Grundsätze nach denen Wirtschaftsprüfer Stellung zur finanziellen Angemessenheit von Transaktionspreisen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen nehmen (sog. Fairness Opinions)
 - Fairness Opinions sind kein Instrument zur Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1, sondern eine fachliche Stellungnahme (beinhalten keine Empfehlung)
 - Berichtsbestandteile: Opinion Letter, Valuation Memorandum sowie ergänzendes Factual Memorandum
 - Erläuterung der Maßstabsfestlegung für die Beurteilung der Angemessenheit des Transaktionspreises unter Berufung auf die Bewertungsverfahren nach IDW S 1
 - Definition der Angemessenheit des Transaktionspreises im Erwerbs- sowie im Veräußerungsfall

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.4. Anwendung des IDW RS HFA 10

Unterschiede der Bewertungsverfahren: Beispiel Transaktionsprozess



Ziele der Bewertung

Marktanalyse zu
möglichen Transaktions-
zielen und erste
Kaufpreisvorstellung

Konkrete
Vorbereitung einer
Transaktion „Outside-
in“-Bewertung des
Zielunternehmens

Kaufpreis- bzw.
Unternehmenswert-
ermittlung

Reorganisation/Integration
Beherrschungs- und/oder
Gewinnabführungsvertrag
Squeeze out, Eingliederung

Ergebnisse der Bewertung

Indikative
Wertermittlung

Werttreiberanalyse
auf Basis extern
verfügbarer Informationen
Bewertung zwecks Abgabe
eines Übernahmeangebots

Due Diligence
Unternehmenswert
Pre-Deal-
Kaufpreisallokation
Bewertung im Rahmen
des WpUG

Bewertungsgutachten für
gesellschaftsrechtliche
Bewertungsanlässe
Kaufpreisallokation (PPA)
Impairment-Test

IDW Standards

IDW S 1

IDW S 1

*IDW S 1, IDW S 5
IDW RS HFA 16*

*IDW S 1, IDW S 5
IDW RS HFA 10
IDW RS HFA 16*

Quelle: Wagner / Saur / Willershausen (2008)

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

Exkurs Erbschaftsteuerreform



- Unternehmensbewertung im Rahmen der Erbschaftsteuerreform

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts (ErbStRG)



- Die Bewertung von Anteilen an Unternehmen im Rahmen von Schenkungen und Erbfällen ist im Erbschaftsteuergesetz geregelt.
- Des Weiteren verweist § 12 Abs. 2 bzw. Abs. 5 ErbStG hinsichtlich der Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften bzw. Personengesellschaften insbesondere auf das Bewertungsgesetz.
- Verabschiedung des Gesetzes zur Reform des Erbschaftsteuer- und Bewertungsrechts (ErbStRG) im Bundestag am 27.11.2008; anzuwenden ab dem 01.01.2009.
- Bewertung von börsennotierten Aktiengesellschaften erfolgt grundsätzlich zum Börsenwert (§ 11 Abs. 1 BewG).
- Bei nicht börsennotierten Gesellschaften ist grundsätzlich der gemeine Wert anzusetzen (§ 11 Abs. 2 BewG); Abschaffung des s.g. Stuttgarter Verfahrens.

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung
6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

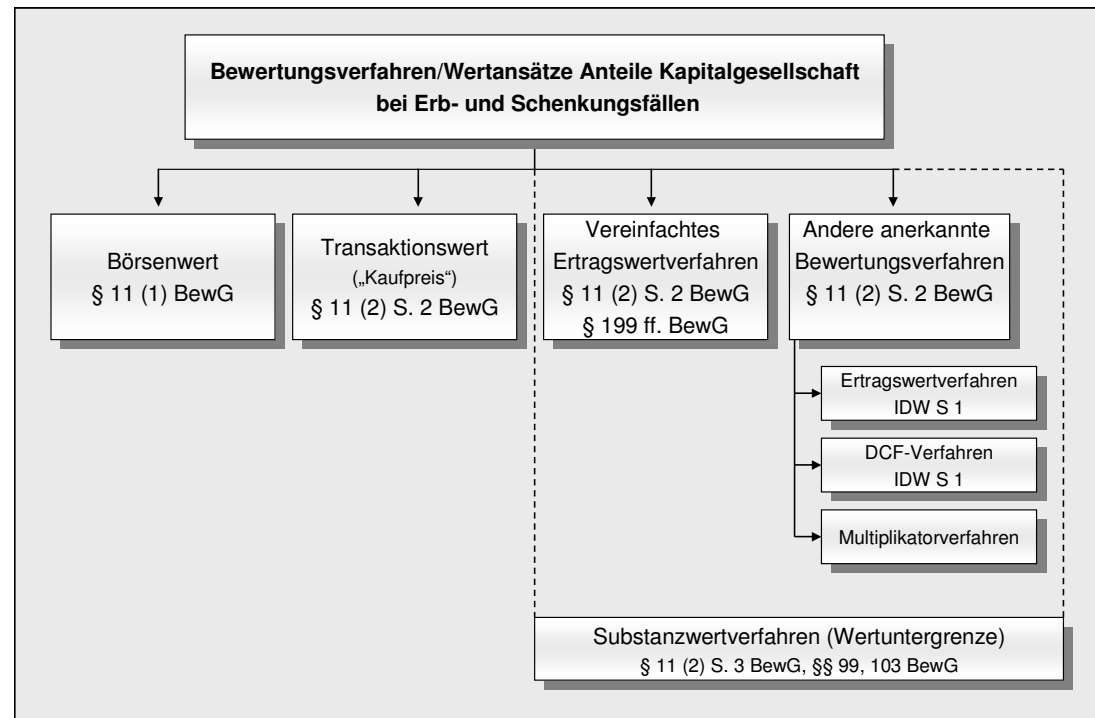
Zugelassene Bewertungsverfahren/Wertansätze



Nicht börsennotierte Ges.:
Verkäufe innerhalb eines
Jahres vor dem
Bewertungsstichtag:

➔ Transaktionswert ist als
Basis zur
Wertermittlung
heranzuziehen

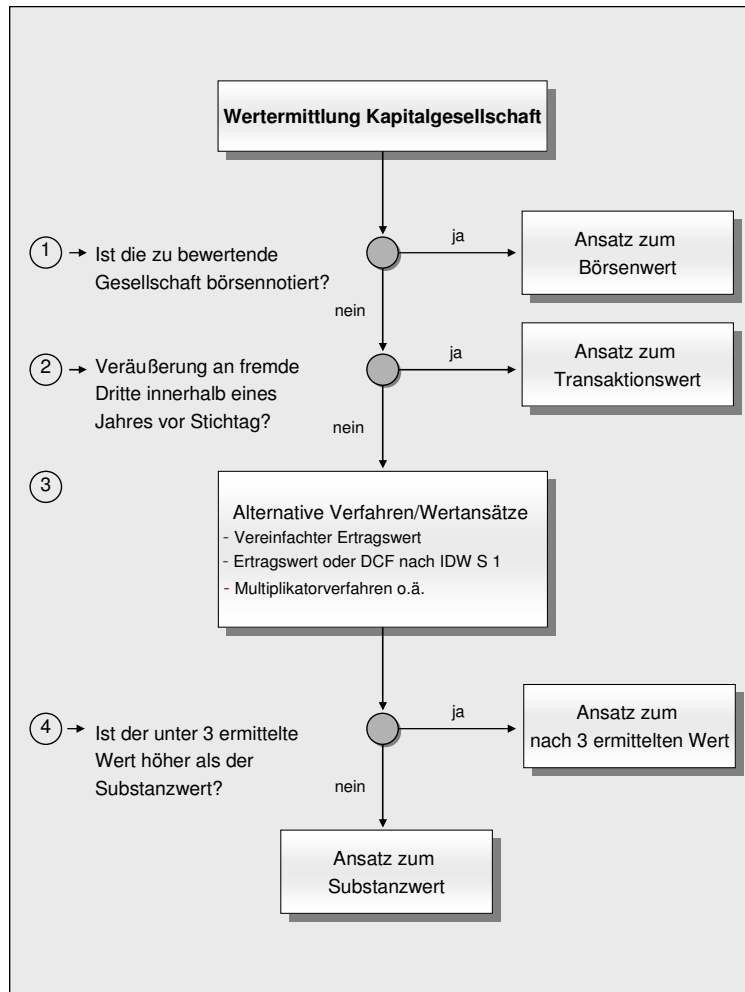
Keine Verkäufe:



6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

Prüfschema für die Wertermittlung

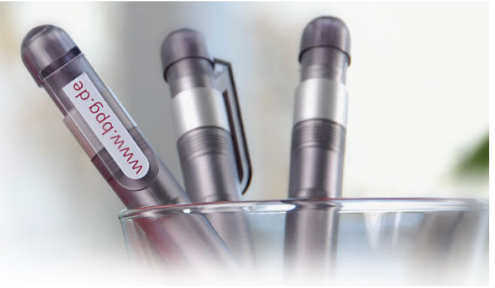


- In der Praxis wird insb. bei der Bewertung von kleineren und mittleren Unternehmen des Mittelstandes der Fokus auf dem dritten Prüfungsschritt liegen.
- Hierbei kann das Wahlrecht zwischen den verschiedenen Bewertungsverfahren zu unterschiedlichen Unternehmenswerten führen und somit Einfluss auf die Steuerschuld des Steuerpflichtigen haben.
- Es ist daher zu empfehlen, den Unternehmenswert nach mehreren Bewertungsverfahren zu ermitteln, um den günstigsten Wert für den Steuerpflichtigen an die Finanzbehörden kommunizieren zu können.

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

Vereinfachtes Ertragswertverfahren: Kurzdarstellung

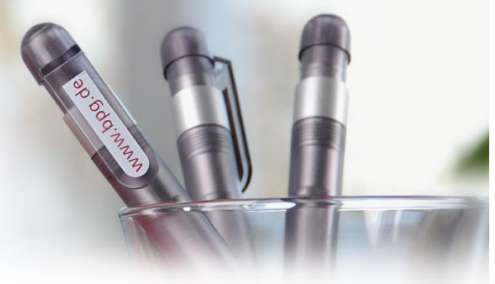


- Ermittlung des Ertragswertes durch Multiplikation des zukünftig nachhaltig erzielbaren Jahresertrages mit dem Kapitalisierungsfaktor.
- Dieser Jahresertrag ergibt sich grundsätzlich als Mittelwert der bereinigten Betriebsergebnisse der letzten drei vor dem Bewertungsstichtag abgelaufenen Wirtschaftsjahre.
- Keine Berücksichtigung tatsächlich entstandener Ertragsteuern; stattdessen pauschaler Ansatz der Ertragsteuer mit 30% des bereinigten (positiven) Betriebsergebnisses.
- Der Kapitalisierungszinssatz besteht in Anlehnung an das CAPM aus Basiszinssatz und Risikozuschlag:
 - Der Basiszinssatz wird von der Deutschen Bundesbank ermittelt (vgl. § 203 Abs. 2 BewG); vom BMF bekannt gegeben und gilt jeweils für ein Jahr. Für 2010 beträgt er 3,98%.
 - Der Risikozuschlag ist unabhängig von der Kapitalstruktur sowie den individuellen Unternehmensrisiken des zu bewertenden Unternehmens und ist mit 4,5% vorgegeben (vgl. § 203 Abs. 1 BewG).

6. Neuerung bei der Unternehmensbewertung

6.5. Exkurs Erbschaftsteuerreform

Vereinfachtes Ertragswertverfahren: Beispiel



Unternehmenswertermittlung der nicht börsennotierten Energy AG nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren

Ermittlung Kapitalisierungsfaktor (Kehrwert Kapitalisierungszinssatz):

$$\begin{aligned}\text{Kapitalisierungsfaktor} &= 1/(\text{Basiszinssatz} + \text{Risikozuschlag}) \\ &= 1/(3,98\% + 4,50\%) = 11,792\end{aligned}$$

Energy AG	Ist		
	2007	2008	2009
	T €	T €	T €
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3.488	4.456	4.014
zzgl. außerordentlicher Aufwendungen	822	405	0
bereinigtes Betriebsergebnis	4.310	4.861	4.014
abzgl. Steuern (pauschal 30%)	-1.293	-1.458	-1.204
Jahresertrag	3.017	3.402	2.810
Durchschnittsertrag			3.076
Kapitalisierungsfaktor			11,792
vereinfachter Ertragswert zum 01.01.2009			36.279

➔ Tendenziell führt das vereinfachte Ertragswertverfahren zu einem höheren Unternehmenswert als die alternativ anwendbaren Verfahren.

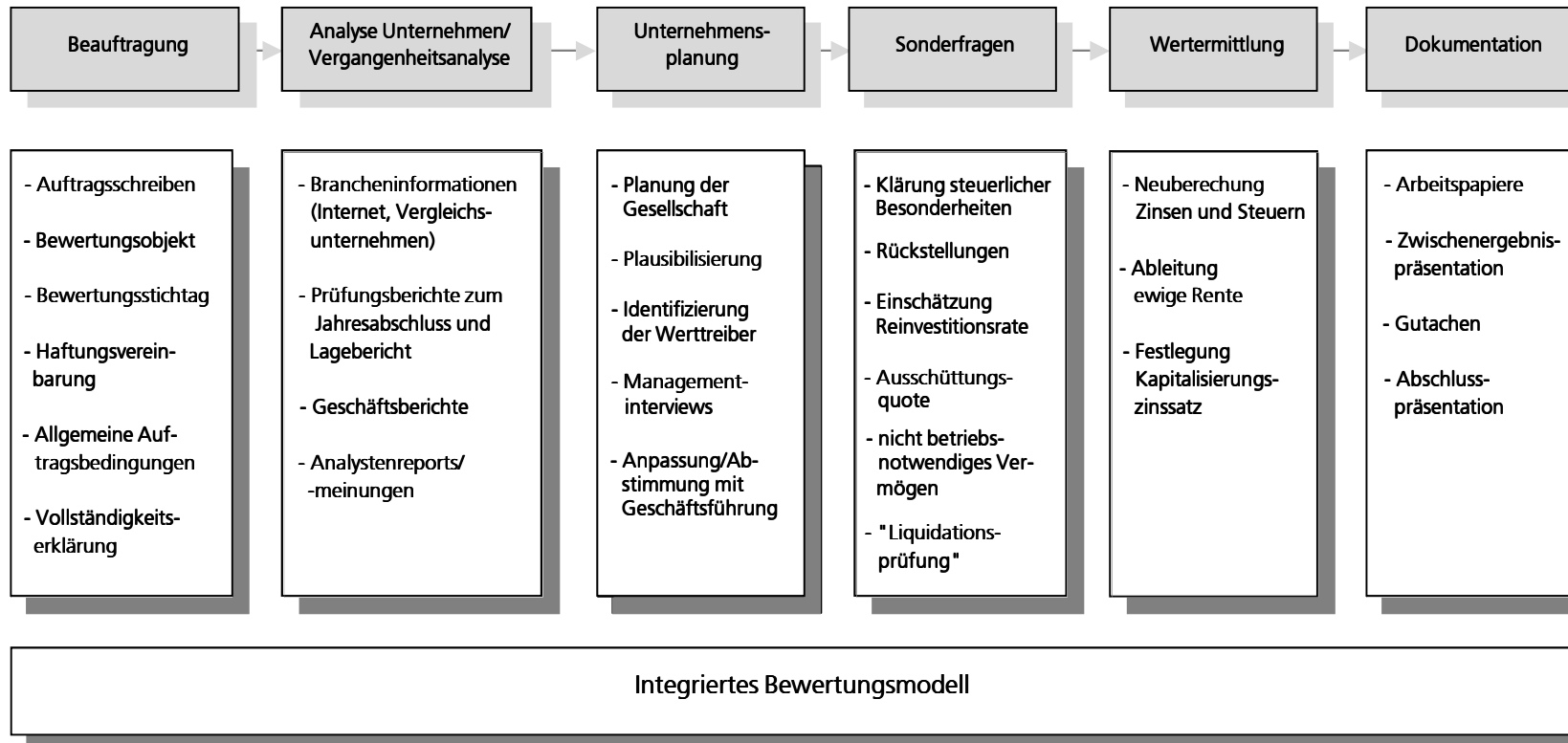
Neuerung bei der Unternehmensbewertung



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. **Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung**
8. Fallbeispiel

7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Prozess der Ertragswertermittlung (Praxis)



7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Teilbereich Vergangenheitsanalyse



- Grundlage und Ziel:
 - Datengrundlage sind Auswertungen früherer GuV's sowie früherer Kapitalflussrechnungen als auch Bilanzen, Anhänge und Lageberichte
 - Umfang der Vergangenheitsanalyse: i.d.R. 3 Jahre
 - Ermittlung eines „normalisierten“ operativen Ergebnisses, insbesondere zur Plausibilisierung der Planung

- Kritische Posten der GuV:
 - Umsatzerlöse
 - i.d.R. wesentlicher Werttreiber
 - Sonstige betriebliche Erträge
 - insbesondere einmalige Erträge, z.B. aus dem Abgang von Sachanlagevermögen, Auflösung von Rückstellungen etc.
 - Personalaufwendungen
 - insbesondere einmalige Aufwendungen wie z.B. Abfindungen, Sonderzahlungen, etc.

7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Teilbereich Vergangenheitsanalyse (2)



- Kritische Posten der GuV:
 - Abschreibungen
 - außerplanmäßige Bestandteile
 - Sonstige betriebliche Aufwendungen
 - Zusammensetzung sehr heterogen
 - insbesondere einmalige und außerordentliche Posten, z.B. Abschreibung auf Forderungen (Einzelwertberichtigungen), außerordentliche Beratungskosten, etc.
- Analyse der Kapitalflussrechnung:
 - Investitionsverhalten in der Vergangenheit
 - Finanzierungsmaßnahmen
- Rückfragen beim Unternehmen i.d.R. unerlässlich

7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Teilbereich Unternehmensplanung



- Plausibilisierung der Planung auf Basis der bereinigten Vergangenheitsergebnisse
- Gegenstand der Prüfung
 - Planung Gewinn- und Verlustrechnung (Planungszeitraum: zw. 3 und 5 Jahren)
 - Plan-Bilanz
 - Cash Flow Planung
- Überprüfung der Planungsprämissen, insbesondere
 - Geschäfts- und Marktentwicklung (inkl. Analyse der Geschäftsstrategie)
 - Umsatz- und Rohertragsentwicklung auf Basis eines Preis-/Mengengerüsts
 - Personalkostenentwicklung
 - geplante Investitionen und Abschreibungen
 - allgemeine Preisentwicklung

7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Teilbereich Wertermittlung



- Notwendige Modifikationen im Detailplanungszeitraum (Phase I):
 - Neuberechnung Zinsergebnis
 - Neuberechnung Ertragsteuern

- Ableitung der „ewigen Rente“ (Phase II):
 - i.d.R. Übernahme der Werte aus dem letzten Jahr des Detailplanungszeitraums, Einschätzung möglicher Anpassungen
 - Wachstumsabschlag
 - Festlegung der Re-Investitionsrate
 - beispielsweise als Durchschnitt der Investitionen im Detailplanungszeitraum
 - Abstimmung mit Geschäftsführung erforderlich
 - Neuberechnung Zinsergebnis und Ertragsteuern

7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung

Grenzen der Aussagefähigkeit eines Unternehmenswertes



- Die künftige Entwicklung bleibt immer eine ungewisse Annahme
- Problem des begrenzten Planungshorizonts (4 bis 7 Jahre)
- Unternehmen und Produkte unterliegen einem Lebenszyklus (Einführungs-, Wachstums-, Reife-, Sättigungs- und Degenerationsphase)
- Schwierige Beurteilung des künftigen Managements (besonders der Nachfolge einer dominierenden Persönlichkeit)
- Schwieriges Abwägen von künftigen Synergie-Effekten
- Meist ungenügendes Budget- und Planungswesen
- Generelle Gefahren von Zukunftseinschätzungen (Extrapolation, Hockeystick, Restrukturierungskosten usw.)

Neuerung bei der Unternehmensbewertung



1. Kurzvorstellung der BPG Beratergruppe
2. Anlässe von Unternehmensbewertungen
3. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
4. Darstellung Ertragswertverfahren
5. Kapitalisierungszinssatz
6. Neuerungen bei der Unternehmensbewertung
7. Praktische Durchführung einer Ertragswertermittlung
8. **Fallbeispiel**

8. Fallbeispiel

Bewertung der Energy AG



- Bewertungsobjekt ist die Energy AG (Versorgungsunternehmen mit den Sparten Strom, Gas, Wasser und Fernwärme)
- Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1 i.d.F. 2008 der Energy AG
- Bewertungstichtag: 1. Januar 2010
- Planungszeitraum:
 - 2010 – 2014 (Phase I)
 - 2015 ff. (Phase II)
- Unternehmen plant die Vollausschüttung der erwirtschafteten Gewinne
- In der Phase II wird eine bewertungstechnische Thesaurierung von 50,00% unterstellt (Ausschüttungsquote 50,00%)

8. Fallbeispiel

Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes



- Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist das CAPM anzuwenden
- Annahmen:
 - Basiszinssatz vor persönlichen Steuern: 4,00%
 - Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern: 5,00%
- Ableitung des Beta-Faktors (auf Basis von Marktdaten):
 - RWE AG: 0,71
 - E.On AG: 0,65
 - MVV Energie AG: 0,62
 - EnBW: 0,86
 - Durchschnitt: 0,71
- Branchenindex Versorgung (Bsp.): 0,70
- Die hier dargestellten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen sind bereits unlevered

8. Fallbeispiel

Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes (2)



	Phase I					Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta-Faktor (relevered)	0,738	0,738	0,736	0,738	0,739	0,734
Risikozuschlag	3,69%	3,69%	3,68%	3,69%	3,70%	3,67%
Kapitalisierungszinssatz vor Wachstumsabschlag	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
Wachstumsabschlag						0,00%
Kapitalisierungszinssatz	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%

8. Fallbeispiel

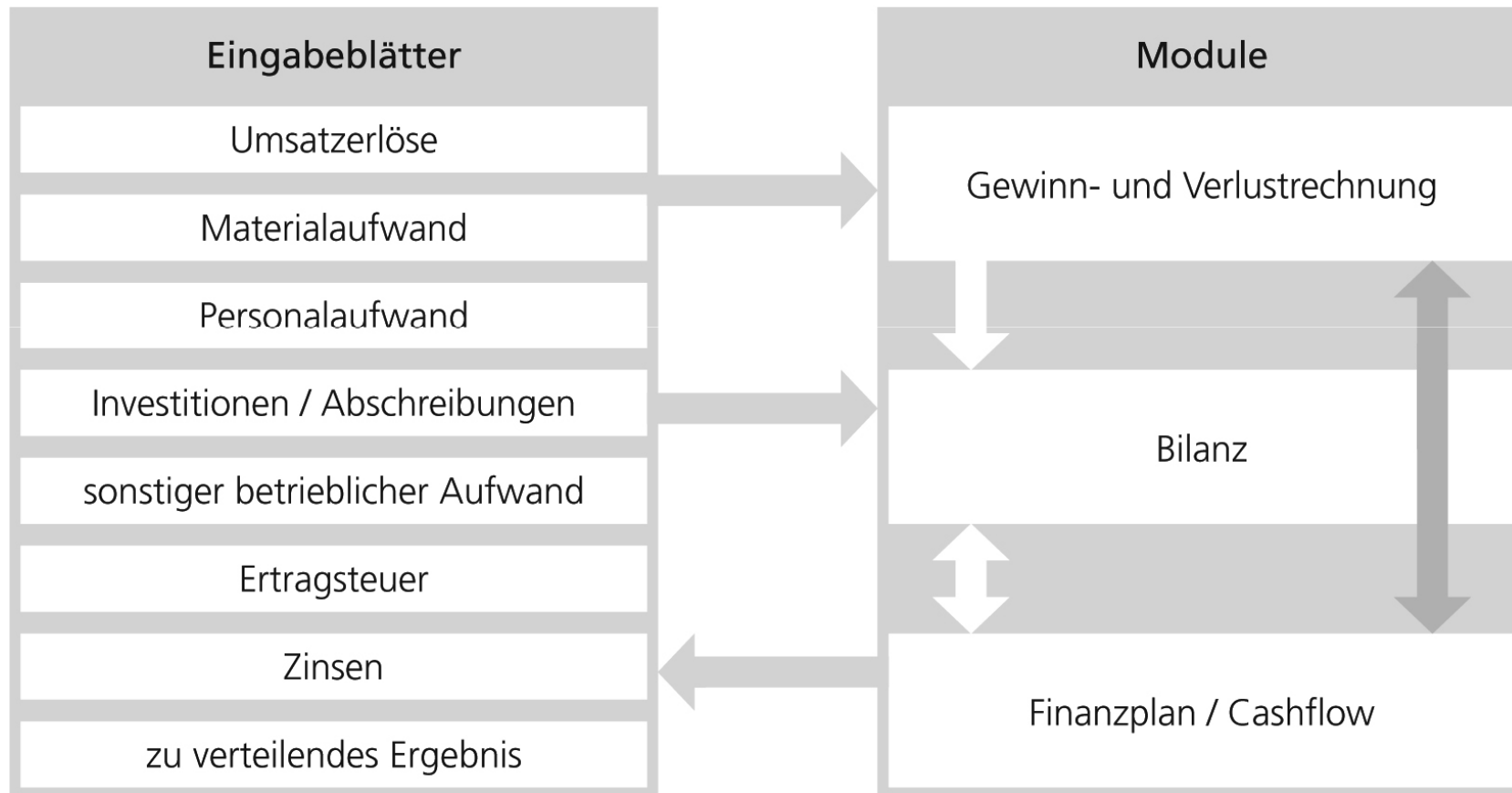
Entwicklung der Ergebnisse vor Steuern



Energy AG	Ist			Phase I					Phase II
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Gesamtleistung	24.786	23.310	23.752	23.844	23.359	23.234	23.370	23.541	23.541
Materialaufwand	-14.997	-12.868	-13.987	-13.983	-13.510	-13.481	-13.588	-13.658	-13.658
Rohhertrag	9.789	10.442	9.765	9.861	9.849	9.753	9.782	9.883	9.883
Personalaufwand	-2.873	-2.928	-2.817	-2.781	-2.727	-2.840	-2.907	-3.040	-3.040
Abschreibungen	-1.696	-1.642	-1.608	-1.655	-1.626	-1.586	-1.536	-1.488	-1.580
Sonst. betrieblicher Aufwand	-1.109	-1.218	-1.534	-1.523	-1.473	-1.506	-1.578	-1.542	-1.542
Sonst. betrieblicher Ertrag	76	83	113	80	65	67	68	68	68
Ergebnis vor Zinsen und Steuern	4.187	4.737	3.919	3.982	4.088	3.888	3.829	3.881	3.789
Zinsergebnis	123	124	95	86	98	101	99	104	110
Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern	4.310	4.861	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899
Neutrales Ergebnis	-822	-405	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3.488	4.456	4.014	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899

8. Fallbeispiel

Exkurs: Abhängigkeit GuV, Bilanz, Finanzplan



8. Fallbeispiel

Entwicklung der zu kapitalisierenden Ergebnisse



Ertragswertverfahren

Angaben in: T €	Phase I					Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	4.068	4.186	3.989	3.928	3.985	3.899
Gewerbsteuer	-641	-659	-628	-619	-628	-614
Körperschaftsteuer	-644	-662	-631	-622	-631	-617
Ergebnis nach Unternehmensteuern	2.783	2.864	2.729	2.688	2.727	2.668
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	0	0	1.334
Wertbeitrag aus Ausschüttung	2.783	2.864	2.729	2.688	2.727	1.334
Nettoeinnahmen Anteilseigner	2.783	2.864	2.729	2.688	2.727	2.668
Periode	1	2	3	4	5	
Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Steuern	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
Barwertfaktor	0,9286	0,8623	0,8008	0,7436	0,6905	9,0017
Barwerte	2.585	2.470	2.186	1.999	1.883	24.016
Unternehmenswert zum 1. Januar 2010						35.137

- Ausschüttungsquote Phase I: 100,00%
- Aus dem Kapitalmarkt abgeleitete Ausschüttungsquote (Phase II): 50,00%

8. Fallbeispiel

Ermittlung des Unternehmenswertes zum 1. Januar 2010



Energy AG	2010	2011	Phase I			Phase II
	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ff.
	T €	T €	T €	T €	T €	T €
Nettoeinnahmen Anteilseigner	2.783	2.864	2.729	2.688	2.727	2.668
Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Steuern	7,69%	7,69%	7,68%	7,69%	7,70%	7,67%
Barwertfaktor	0,9286	0,8623	0,8008	0,7436	0,6905	9,0017
Barwerte	2.585	2.470	2.186	1.999	1.883	24.016
Ertragswert zum 1. Januar 2010	35.137					

- Ermittlung des Unternehmenswertes:

Ertragswert zum 1. Januar 2010: T€ 35.137
zzgl. Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens: T€ 0
T€ 35.137