

Vorbereitung auf die  
mündliche Steuerberaterprüfung

# Unternehmensbewertung

Prof. Dr. Jörg Hoffmann  
Dipl.-Kfm., Steuerberater  
Fachberater für Internationales  
Steuerrecht



# Anlässe einer Unternehmensbewertung

	Entscheidungsabhängige Situation		Entscheidungs-unabhängige Situation
	Dominierte Situation	Nicht dominierte Situation	
<b>Kauf/Verkauf</b>	Ausscheiden von Personengesellschaftern	„Normaler“ Kauf/Verkauf	Substanzbesteuerung
	Barabfindung von Minderheitsgesellschaftern		Kreditwürdigkeitsprüfung
	Enteignung		Sanierung
	Erbauseinandersetzung, Erbteilung		Managerkontrolle (Shareholder-Value-Analyse)
	Abfindungsfälle im Familien-gesetz (Zugewinnausgleich)		
<b>Fusion/Spaltung</b>	Abfindung von Minderheits-gesellschaften in eigenen Aktien	Verschmelzung	
		Neueintritt	
		Gründung mit Einbringung	

- **Werte** verlangen immer nur eine Person.
- **Werte** sind subjektiv (Kühlschrank in der Arktis, „Studentenauto“).
- **Preise** kommen erst zustande, wenn zwei oder mehr Personen auftreten.
- **Preise** sind „objektiv“, durch Angebot und Nachfrage zustande gekommen.
- Käufer kauft nur dann, wenn der **Preis** kleiner oder gleich dem beigemessenen **Wert** ist (umgekehrt beim Verkäufer).

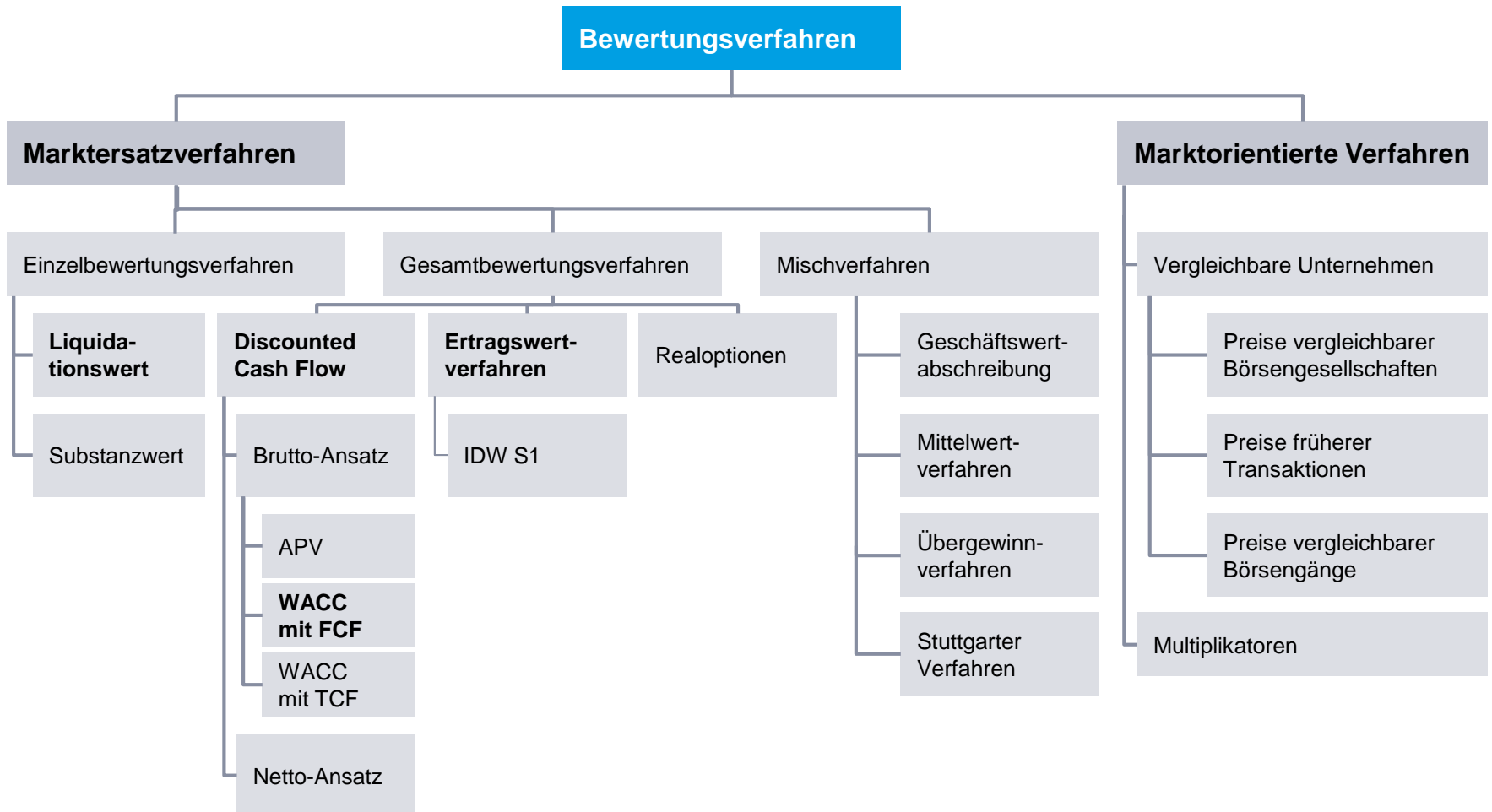
## Beispiel:

Mittelständisches Pharmaunternehmen mit Hauptabsatzmarkt in D

- Der **inländische Pharmagroßkonzern** hat Interesse an den eingeführten Produkten, nicht aber an Produktionsstätten oder Vertriebsketten.
- Der **Pharmagroßkonzern aus einem EU-Land** hat Interesse am Vertriebsnetz, um seine EU-weit zugelassenen Produkte in D vertrieben zu können.
- Der **mittelständische Konkurrent** erhofft sich zusätzliche Wachstumschancen, um seinerseits am Markt bestehen zu können.
- Der **japanische Pharmakonzern** überlegt, langfristig in Europa einzusteigen und sucht nach einem ersten Standbein.

# Worin konkretisiert sich der Wert eines Unternehmens?

- Der Wert eines Unternehmens ist in der Theorie niemals das „**Hineingesteckte**“.
- **Der Substanzwert ist daher unmaßgeblich.**
- Der Wert eines Unternehmens ist das **zukünftig „Herausholbare“**.
- Vergangenheit kann nur Schätzer für die Zukunft sein (*„Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“*).
- Einzig der **Liquidationswert** hat eine Berechtigung (als absolute Wertuntergrenze).



1. Beratungsfunktion
2. Vermittlungsfunktion

# 1. Beratungsfunktion

- Grenze der **Konzessionsbereitschaft**:
  - Maximalpreis für Käufer
  - Mindestpreis für Verkäufer
- **Grenzpreise** sind Preisgrenzen
  - Transaktionspreise sind Ergebnis der Verhandlungen
- Grenzpreise enthalten Synergien
- Grenzpreise sind Entscheidungshilfen und werden **nicht offengelegt**



## 2. Vermittlungsfunktion

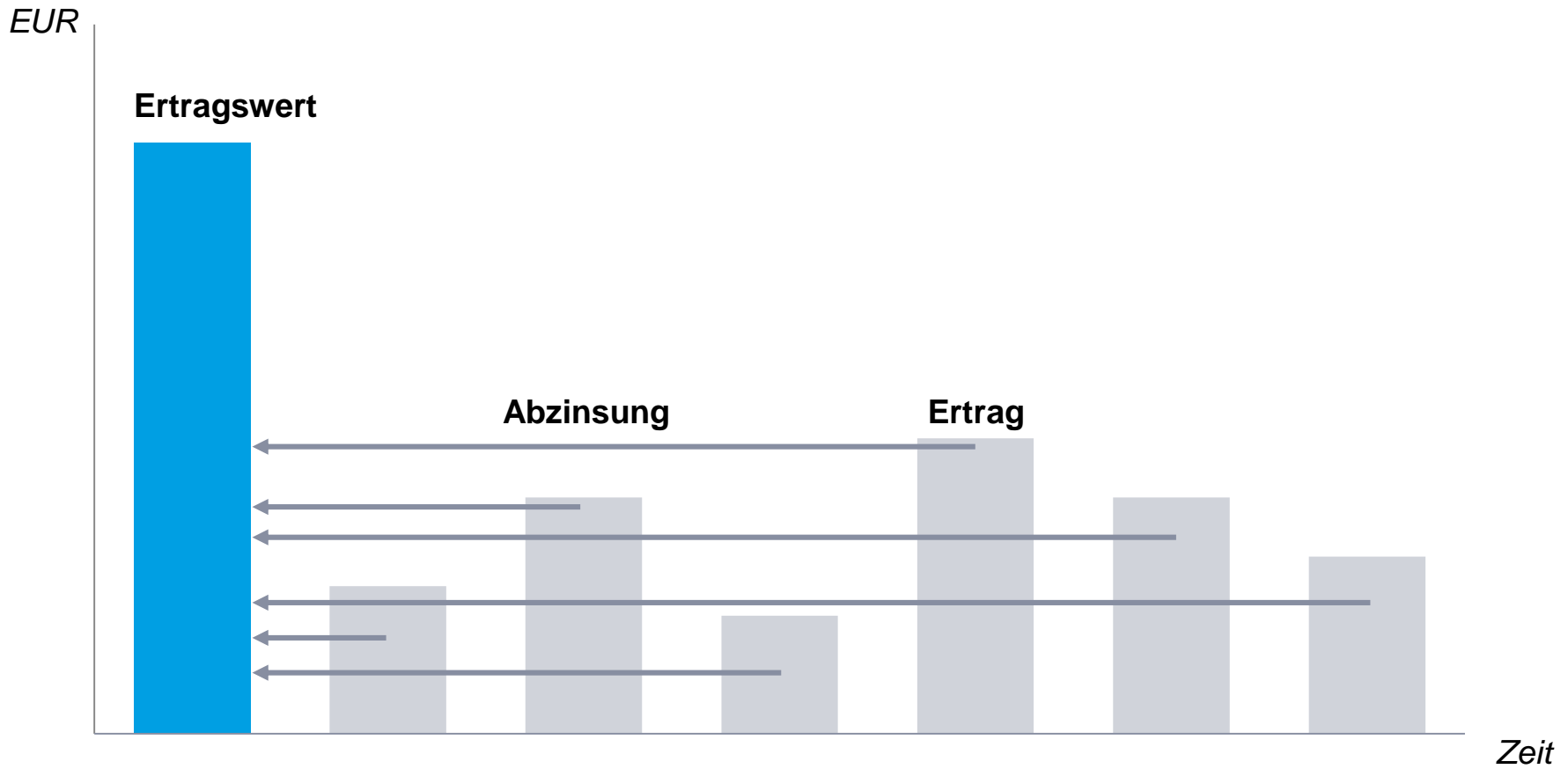
- Wert, der geeignet ist, zwischen den Interessen zu vermitteln
- **Schiedspreis** soll in der zu einem **Interessenausgleich** führen
- Ausgangspunkt sind die Grenzpreise der am Konflikt beteiligten Personen

§ 11 Abs. 2 S. 3 BewG: „Die Summe der gemeinen Werte der zum Betriebsvermögen gehörenden Wirtschaftsgüter und sonstigen aktiven Ansätze abzüglich der zum Betriebsvermögen gehörenden Schulden und sonstigen Abzüge (Substanzwert) der Gesellschaft darf nicht unterschritten werden; ...“

- Gemäß IDW S 1 sind **Ertragswertverfahren** und **DCF-Verfahren** die beiden zulässigen Verfahren der Unternehmensbewertung.
- Sie beruhen beide auf der selben Konzeption, dem Kapitalwertkalkül.
- Dies bedeutet, dass künftige Erträge (i.S.v. Zahlungsüberschüssen) mit einem Kalkulationszinsfuß diskontiert werden – d.h. es wird der Barwert künftiger finanzieller Ergebnisse ermittelt.
- Dabei setzt das Ertragswertverfahren bei den Zahlungen an die Eigenkapitalgeber an.
- Das DCF-Verfahren zieht den Free-Cash Flow als zu diskontierende Größe heran. Hier muss in einer zweiten Stufe der Wert des Fremdkapitals vom Ergebnis abgezogen werden (Bruttokapitalisierung).

$$\text{Wert} = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

# Technik des Diskontierens (2/3)



## Beispiel:

Ein „Unternehmen“ verspricht drei Jahre lang Überschüsse von 50 Geldeinheiten, der Kalkulationszins sei 10%.

Jahr 1: 50;	Wert heute (bei 10%): $50 / (1+10\%)$	= 45,45
Jahr 2: 50;	Wert heute (bei 10%): $[50 / (1+10\%)] / (1+10\%)$	= 41,32
Jahr 3: 50;	Wert heute (bei 10%): $50 / (1+10\%)^3$	= 37,56
<b>Summe (Wert des „Unternehmens“)</b>		<b>= 124,34</b>

Der Ertrag entspricht den Ausschüttungen an die Anteilseigner

## Der Free Cash Flow ist ein

- ... Cash Flow an **alle Kapitalgeber nach Abzug von Steuern und Investitionen**,
- ... Cash Flow eines **fiktiv eigenfinanzierten** Unternehmens,
- ... Cash Flow **vor Finanzierung**,
- ... Cash Flow aus dem **operativen Geschäft**.

# Schätzung zukünftiger Erträge bzw. Cash Flows

## Vergangenheitsanalyse

- Identifikation der Werttreiber der Vergangenheit
- „Krücke“ zur Plausibilisierung der Planung

## Strategische Analyse

- Markt- und Wettbewerbsanalyse
- Unternehmens- und Ressourcenanalyse
- Stärken/Schwächen/Gelegenheiten/Gefahren-Profil (SWOT-Analyse)
- Analyse und Plausibilisierung der Unternehmensstrategie
- Geschäftsbereichsstrategie
  - Finanzierungsstrategie
  - Investitionsstrategie
  - Personalstrategie
  - Identifikation der maßgeblichen zukünftigen Erfolgspotentiale und Wertdeterminanten
- Festlegung Planungshorizont

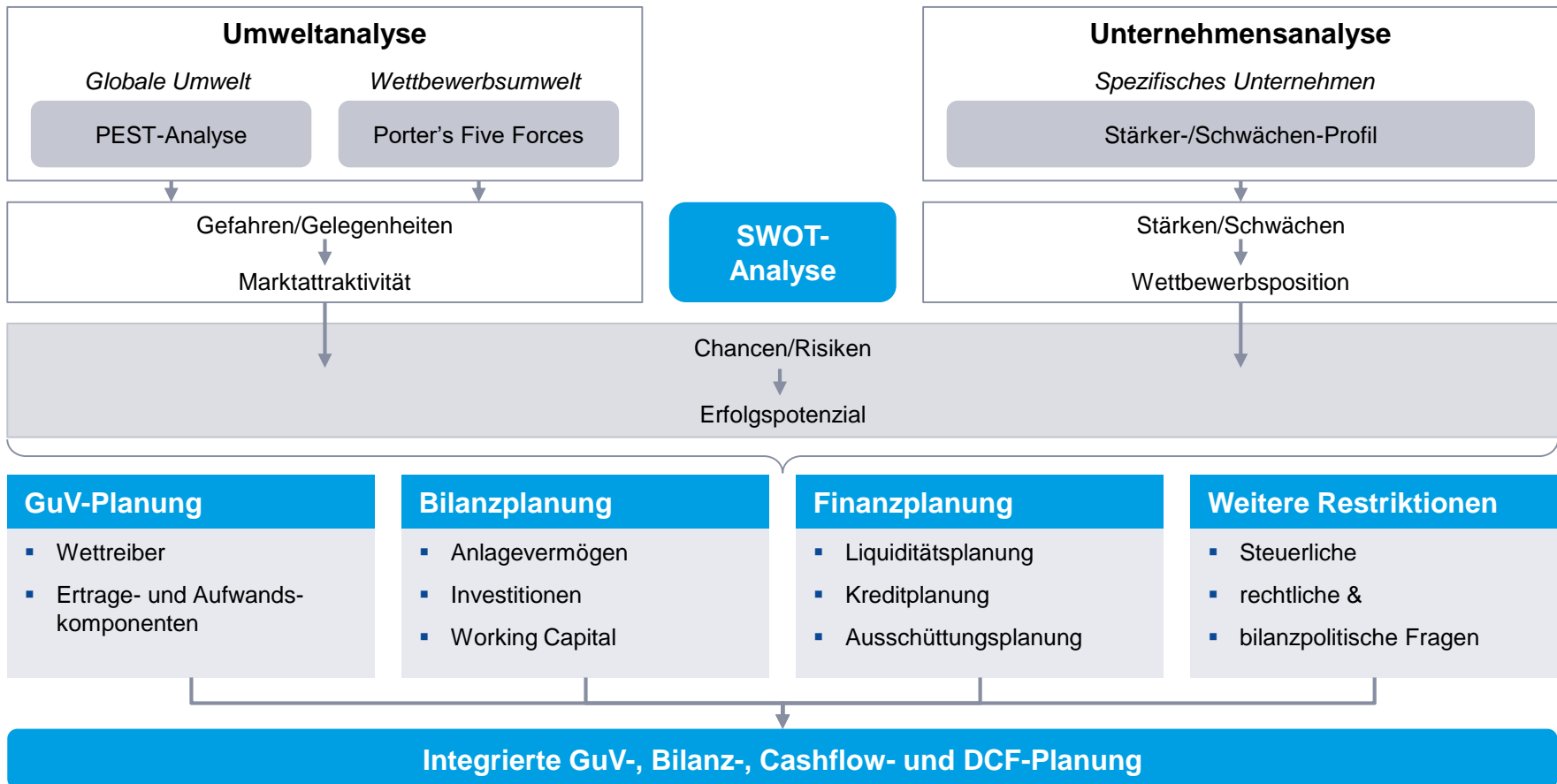
## Integriertes Financial Modelling

- Vollständige Abbildung der Strategie
- Plan-GuV
- Plan-Bilanz
- Finanzierungs- und Steuerplanung
- Konzernplanung
- Cashflow-Planung

## Business Plan



# Schätzung zukünftiger Erträge bzw. Cash Flows



- Formal zinst er die Erträge auf einen Bewertungstichtag ab
- Materiell ist er ein Opportunitätskostenmaß, das die alternative Geldverwendungsmöglichkeit spiegelt
- Alternative Geldverwendungsmöglichkeiten sind
  - *Investition*
  - *Entschuldung*
  - *Konsum*

- Die Menge der möglichen Geldverwendungsmöglichkeiten wird verengt
- **Konvention:**
  - Investition in festverzinsliche Wertpapiere höchster Bonität
  - Anleihen des Bundes bzw. dessen Sondervermögen mit einer Restlaufzeit von 10 – 15 Jahren (landesüblicher Zinsfuß)

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

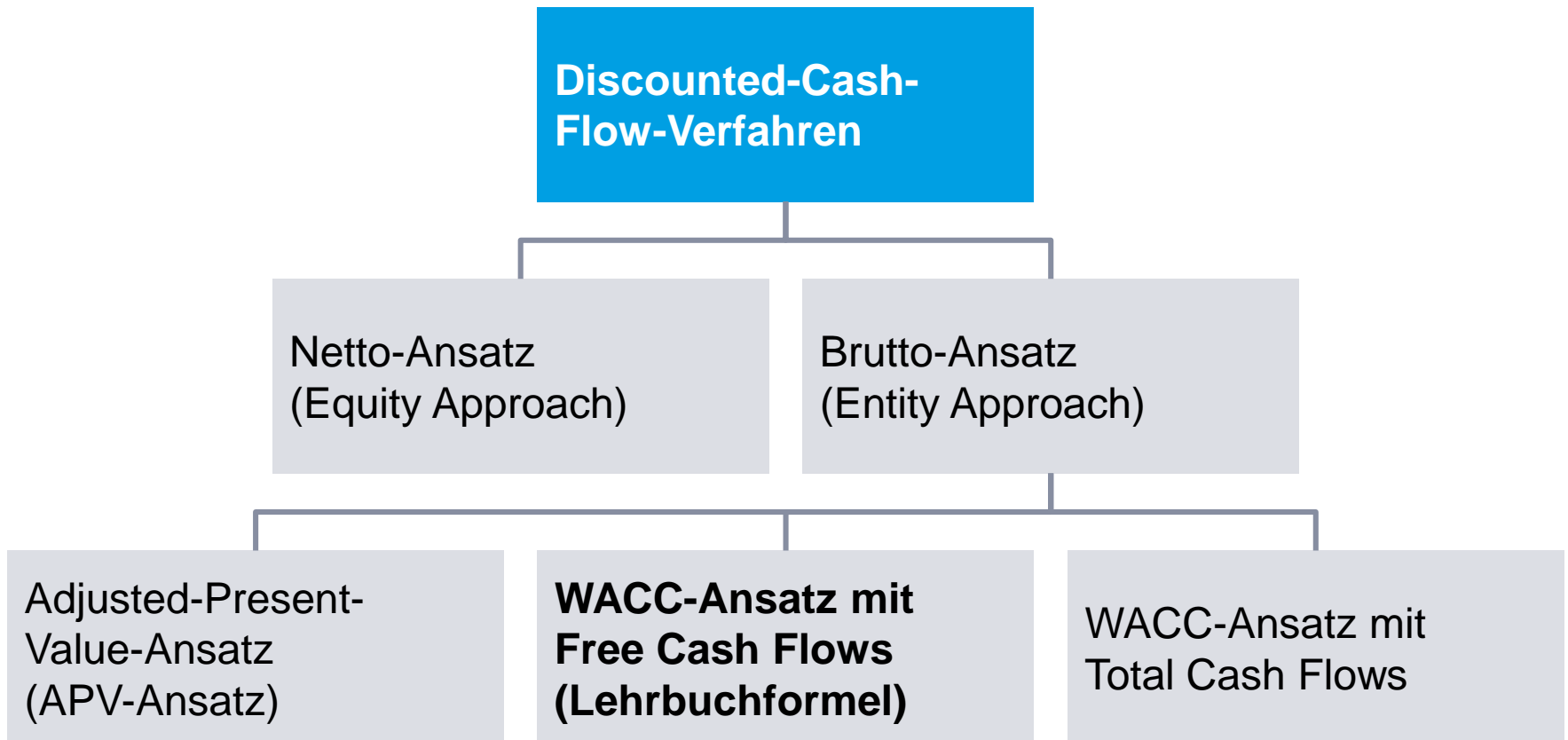
$$EW = \frac{E_1}{i-w} \text{ mit } i > w$$

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

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

**Zähler und Nenner müssen den selben Hintergrund haben. Man spricht von der Äquivalenz von Zähler und Nenner. Folgende Äquivalenzprinzipien sind zu beachten:**

- Unsicherheitsäquivalenz
- Kaufkraftäquivalenz
- Steueräquivalenz
- Planungshorizontäquivalenz
- Arbeitseinsatzäquivalenz
- Währungsäquivalenz



- Der **Nettoansatz** entspricht grundsätzlich der **Ertragswertmethode**
- **Bruttoansätze** diskontieren einen Cash Flow, der grundsätzlich **an alle Kapitalgeber** fließen kann
- Es handelt sich immer um Zahlungsüberschüsse aus dem **operativen Geschäft**, nach Unternehmenssteuer- und **Investitionsauszahlungen**

- Die **WACC-Ansätze** ermitteln den Wert für die Eigentümer zweistufig
- Der Zahlungsüberschuss, der Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung steht, wird mit den **gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten** diskontiert
- Dies führt zum Wert des Gesamtunternehmens
- Abschließend wird der Marktwert des Fremdkapitals *FK* abgezogen



Die übliche Form des DCF-Ansatzes stellt sich folgendermaßen dar:

$$DCF = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + k_{WACC})^t} + \frac{TV}{(1 + k_{WACC})^T}$$

$$k_{WACC} = r_{EK} \cdot \frac{EK}{GK} + r_{FK} \cdot \frac{FK}{GK} \cdot (1 - s)$$

$$MW_{EK} = DCF - MW_{FK}$$

# Vergleich DCF – Ertragswert

	<b>Ertragswert</b>	<b>Discounted Cash Flow</b>
<b>Wertkategorie</b>	Kapitalwert	Kapitalwert
<b>Diskontierte Größe</b>	Zahlungen an Eigentümer	Zahlungen an Eigentümer mit Annahme reiner Eigenfinanzierung
<b>Diskontierungs- Satz</b>	Risikoangepasste Renditeforderung der Eigentümer	Gewogene Kapitalkosten mit Steuerkorrektur und Risikoerfassung
<b>Risikozuschlag</b>	Grundsätzlich offen	CAPM
<b>Eigentümerwert</b>	Einstufig	Zweistufig

- Es handelt sich um „Daumenregeln“. Diese sind theoretisch nicht unterlegt.
- Man erhält einen **Preis** aus Vergleichspreisen am Markt – nicht jedoch einen **Wert!**
- Multiplikatoren bestimmen den Wert als n-faches einer Bezugsgröße (Gewinn, Umsatz, EBIT, EBITDA, NOPAT, ...).
- Üblich bei Freiberuflern, Handwerkern, Einzelhandel etc.
- Tabellen (z.B. im Beck'schen Steuerberater-Handbuch) zeigen branchenabhängige Mindest-, Normal- und Höchstwerte der Multiplikatoren. Sie sind aber sehr umstritten.

- **Gut geeignet**, um auf unkomplizierte Weise erste Anhaltspunkte über einen möglichen Preis zu erhalten.
- **Nicht geeignet**, um persönliche Preisgrenzen (Werte) z.B. unter Berücksichtigung von Synergien zu erhalten.

- Multiplikatoren unterstellen eine ewige Rente:

$$UW = \frac{E}{i} = E \cdot m$$
$$\Rightarrow m = \frac{1}{i}$$

- Beispiel aus dem Bewertungsrecht (§ 203 Abs. 1 BewG):  
„Der in diesem Verfahren anzuwendende Kapitalisierungsfaktor beträgt 13,75.“  
→ Unterstellung eines Zinssatzes von 7,3%.

# Das vereinfachte Ertragswertverfahren gem. BewG

Für Zwecke des ErbStR hat der Steuerpflichtige eine Wahlmöglichkeit zwischen mehreren Bewertungsverfahren. Neben den theoretisch anerkannten Ertragswert- und DCF-Verfahren kann er auch das sehr umstrittene Multiplikatorverfahren anwenden.

Die ergibt sich aus dem Wortlaut des § 11 Abs. 2 S. 2 BewG:

„... oder einer anderen, anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode ...“

1. Ermittlung des Betriebsergebnisses (§ 202 BewG).
2. Ableitung des Jahresertrags aus dem Betriebsergebnis (§ 201 BewG).
3. Ermittlung des Kapitalisierungsfaktors (§ 203 BewG).
4. Multiplikation des Jahresertrags mit dem Kapitalisierungsfaktor (§ 200 Abs. 1 BewG).
5. Addition
  - des gemeinen Wertes (falls zutreffend).
  - des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (§ 200 Abs. 2 BewG)
  - der Beteiligungen (§ 200 Abs. 3 BewG).
  - der innerhalb von 2 Jahren vor dem Stichtag eingelegten Wirtschaftsgüter (§ 200 Abs. 4 BewG).

- Verstoß gegen:
  - Steueräquivalenz
  - Laufzeitäquivalenz
  - Stichtagsprinzip
  - Gesamtbewertungsprinzip
- Es werden Erträge diskontiert, keine Zahlungen.
- Keine klaren Kriterien, wann „offensichtlich unzutreffende Ergebnisse“ vorliegen.
- Neuauflage des Substanzwertes.



Fragen?

[zentrale@knoll-steuer.com](mailto:zentrale@knoll-steuer.com)

