

Unternehmensbewertung

in der wirtschaftsforensischen Praxis

unter Beachtung der Neuregelungen

zur Unternehmensbewertung

Dr. rer. pol. Michael Harz,

Dipl.-Kfm. Klaus Wagner,

Dr.-Ing. Mathias Bauer

MHP Michael Harz ProJure GmbH

Saarbrücken · Frankfurt am Main 2011



Inhaltsverzeichnis	Seite
1. Vorwort	3
2. Methodik der Unternehmensbewertung	4
2.1. Grundlagen der Unternehmensbewertung	4
2.2. Ertragswertverfahren	8
2.3. Unternehmenssteuerreform 2008	11
3. Praktische Durchführung einer Ertragswertberechnung	12
3.1. Allgemeine Angaben	12
3.2. Nachhaltiger Ertrag	13
3.3. Kapitalisierungszins	17
3.4. Berechnung des Ertragswerts	19
4. Automatisierte Unternehmensbewertung	21
4.1. Die Multiplikatormethode	21
4.2. Ein neuer Ansatz	23



1. Vorwort

Im August dieses Jahres erreichte das amerikanische Unternehmen Apple eine Marktkapitalisierung (= Unternehmenswert) in Höhe von 337 Milliarden US-Dollar und war damit zu diesem Zeitpunkt das teuerste Unternehmen der Welt. Der bisherige Spitzenreiter, das ebenfalls amerikanische Unternehmen Exxon Mobil, war aufgrund von Kursverlusten zu diesem Zeitpunkt "nur" noch 331 Milliarden US-Dollar wert.

In der täglichen Praxis der Wirtschaftsforensik hat man es jedoch nicht mit solchen großen Unternehmen zu tun. In den meisten Fällen, in denen die Gerichte und Staatsanwaltschaften einen Wirtschaftsforensiker mit einer Unternehmensbewertung beauftragen, handelt es sich um kleine und mittlere Unternehmen.

Unabhängig von der Größe des Unternehmens jedoch determiniert sich der Wert eines Unternehmens dadurch, welchen Nutzen, d.h. welchen Gewinn das Unternehmen seinem Besitzer erbringt. In der Rechtsprechung (in Anlehnung an die Literatur) hat sich deshalb die Auffassung durchgesetzt, dass der Wert eines Unternehmens in der Regel durch die zukünftigen Gewinne bestimmt wird.

Im Gegensatz zu aktuellen Bewertungen z.B. wegen des bevorstehenden Kaufs oder Verkaufs eines Unternehmens, liegen in der wirtschaftsforensischen Praxis die Bewertungsstichtage meist Jahre zurück. Das Kernproblem bilden dabei die Einhaltung der Stichtagsproblematik und die fehlenden bzw. nicht mehr zu beschaffenden Unterlagen, insbesondere Planunterlagen.

Im vorliegenden Aufsatz werden in Kapitel 2 "Methodik der Unternehmensbewertung" die theoretischen und methodischen Grundlagen der Unternehmensbewertung dargestellt. Ein Beispiel einer Unternehmensbewertung enthält Kapitel 3 "Praktische Durchführung einer Ertragswertberechnung". In Kapitel 4 "Automatisierte Unternehmensbewertung" wird erläutert, wie mit Hilfe selbstlernender, intelligenter Software Unternehmen bewertet werden können.



2. Methodik der Unternehmensbewertung

2.1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) als Interessenvertretung der Wirtschaftsprüfer erarbeitet einheitliche Grundsätze für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer. Einer dieser Grundsätze behandelt die Durchführung von Unternehmensbewertungen. Da die vom IDW aufgestellten Standards wie z.B. die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen für die Wirtschaftsprüfer verbindlich sind, stellen diese Grundsätze auch allgemein den Standard für die Durchführung von Unternehmensbewertungen dar.

Das im August 2007 im Bundesgesetzblatt veröffentlichte Unternehmenssteuerreformgesetz 2008 trat am 01.01.2008 in Kraft. Dieses Gesetz führte u.a. zu einer Senkung von Steuersätzen. Im April 2008 verabschiedete der IDW daraufhin eine Neufassung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen. Die Neufassung enthält keine Änderung der Bewertungskonzeption, sondern berücksichtigt die Auswirkungen der steuerlichen Änderungen. Die nachfolgenden Erläuterungen orientieren sich deshalb an der Neufassung dieser Grundsätze. Der IDW empfiehlt, die steuerlichen Neuregelungen für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ab dem Bewertungsstichtag 07.07.2007 zu berücksichtigen.

2.1.1. Inhalt des Unternehmenswerts

Die Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswerts waren in der Vergangenheit einem starken Wandel in der betriebswirtschaftlichen Literatur ausgesetzt. Diese Veränderungen kommen zum Ausdruck in der Abkehr von Bewertungsverfahren auf der Grundlage der Substanzwertermittlung und einer eindeutigen Hinwendung zu Verfahren der Ertragswertermittlung. Das Ertragswertverfahren ist das in der Praxis am meisten verwendete Verfahren.



Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.

Dagegen kommt dem Substanzwert bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu (vgl. IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen).

2.1.2. Objektivierter Unternehmenswert

Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus der Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt (siehe IDW S 1, S. 9)

Das Verbleiben des Managements (bzw. gleichwertiger Ersatz) wird zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts unterstellt. Bei personenbezogenen Unternehmen sind jedoch die in der Person des Eigentümers begründeten positiven oder negativen Erfolgsbeiträge, die zukünftig nicht realisiert werden können, außer Betracht zu lassen. Soweit für die Mitarbeit der Inhaber (sowie deren Fa-



milienangehörige) keine angemessene Vergütung in der bisherigen Ergebnisrechnung enthalten ist, sind die künftigen finanziellen Überschüsse entsprechend zu korrigieren.

Der IDW S 1 in der Fassung vom 02.04.2008 gibt für die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts vor, die steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner sachgerecht zu typisieren. Im Gegensatz zur Fassung des IDW S 1 vom 18.10.2005 wird jedoch kein pauschaler Steuersatz genannt. Der IDW S 1 in der Fassung vom 18.10.2005 gab vor, bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte einen typisierten Steuersatz in Höhe von 35% zu verwenden. Die Höhe wurde begründet mit statistischen Erhebungen für die Bundesrepublik Deutschland (vgl. IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: IDW Fachnachrichten, Nr. 11, 08.11.2005, S. 690ff.). Durch diese typisierte Steuerbelastung ist der objektivierte Unternehmenswert unabhängig von individuell unterschiedlichen Steuersätzen. Nach der Steuerreform ist für ausgeschüttete Gewinne die Abgeltungssteuer und für einbehaltene Gewinne unter Berücksichtigung der Haltedauer eine sachgerechte effektive Besteuerung anzusetzen.

2.1.3. Liquidationswert und Substanzwert

Insbesondere bei schlechter Ertragslage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Fall bildet der Liquidationswert des Unternehmens die Grundlage für die Unternehmensbewertung. Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben.

Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich beim Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte und Schulden. Dem Substanzwert fehlt grundsätzlich der direkte Be-

zug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

2.1.4. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

Grundsätzlich ist die Ermittlung von Unternehmenswerten unabhängig von Art und Größe des Unternehmens vorzunehmen. In Einzelfällen können jedoch Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zu beachten sein, wobei auch in diesen Fällen der Unternehmenswert allein aus der Eigenschaft der Unternehmen abzuleiten ist, entziehbare finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften (siehe IDW S 1, S. 29).

Besonderes Augenmerk bei der Bewertung von kleineren und mittleren Unternehmen ist auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die Bestimmung des Unternehmerlohns im Rahmen der Bewertung des Managementfaktors und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen zu richten.

Oft liegen für kleine und mittlere Unternehmen keine Planungsrechnungen vor, sondern lediglich allgemeine Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens. Soweit diese nicht durch konkrete Anhaltspunkte bestätigt werden können, kann der Bewerter nur aufgrund der Vergangenheitsanalyse und der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien eine Ertragsprognose erstellen.



2.2. Ertragswertverfahren

Beim Ertragswertverfahren wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, zukünftig finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Der Unternehmenswert wird dabei als Barwert der zukünftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens ermittelt.

2.2.1. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

Da im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren der Barwert der zukünftigen finanziellen Überschüsse ermittelt wird, stellt die Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse das Kernproblem dar.

Die Daten aus der Vergangenheit dienen dabei als Grundlage für die Schätzung der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens. Bei der Vergangenheitsanalyse werden in der Regel Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen des zu bewertenden Unternehmens herangezogen. Zur Feststellung der in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen ist eine Bereinigung der Vergangenheitsrechnungen notwendig. Dabei sind die nachhaltigen, d.h. auch künftig in ähnlicher Höhe zu erwartenden Erfolgsbestandteile zu ermitteln.

In der Praxis wird zur Vergangenheitsanalyse überwiegend ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren herangezogen. Ein längerer Zeitraum ist nicht üblich, da das Unternehmen möglicherweise in dieser Zeit starke strukturelle Änderungen erfahren hat.

Ausgehend von den in den vorliegenden Jahresabschlüssen ausgewiesenen Ergebnissen wird anhand der Gewinn- und Verlustrechnung überprüft, ob die Ergebnisse durch nicht nachhaltige Erfolgsbestandteile beeinflusst wurden. Nach der Korrektur dieser nicht nachhaltigen Erfolgsbestandteile im Rahmen der Vergangenheitsbereinigung erhält man das korrigierte Ergebnis. In einem weiteren Schritt wird aus den korrigierten Jahresergebnissen ein durchschnittliches Ergebnis berechnet.



2.2.2. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

Beim Ertragswertverfahren wird der Wert des Unternehmens auf der Grundlage der zukünftigen finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes ermittelt. In der Regel ist hierbei von einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens auszugehen. Dabei repräsentiert der Kapitalisierungszinssatz die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage und muss dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.

Vor der Neufassung des IDW S 1 hielt der Arbeitskreis "Unternehmensbewertung" des IDW es für sachgerecht, bei Unternehmensbewertungen für die Diskontierung aller künftigen finanziellen Überschüsse einen Basiszinssatz von 5,0% zugrunde zu legen. Dies jedoch nur, wenn dem nicht Besonderheiten des Einzelfalls entgegenstehen (siehe IDW Fachnachrichten, Nr. 1-2, 08.05.2005, S. 70f.). Für Bewertungsstichtage ab dem 07.07.2007 ist aufgrund der Unternehmenssteuerreform dieser Basiszins nicht ohne weiteres anwendbar, da die Auswirkung der Steuerreform auf die Preisbildung am Kapitalmarkt noch nicht abschließend beurteilt werden kann.

Der Basiszins wird dann um einen Risikozuschlag erhöht. Die Höhe dieses Risikozuschlags auf den Basiszins muss in jedem Bewertungsfall individuell festgelegt werden. Der Risikozuschlag ist dabei abhängig von der Größe und der Art sowie der Personenabhängigkeit des Unternehmens. Die konkrete Höhe des Risikozuschlags wird in der Praxis insbesondere hinsichtlich unterschiedlicher Grade der Risikoaversion nur mit Hilfe von Typisierungen und vereinfachenden Annahmen festzulegen sein. Am Markt beobachtete Risikoprämien sind hierfür geeignete Ausgangsgrößen.

Vor der Neufassung des IDW S 1 empfahl der Arbeitskreis "Unternehmensbewertung" des IDW eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 4,0 bis 5,0% bzw. nach persönlichen Ertragsteuern von 5,0 bis 6,0% heranzuziehen, sofern nicht Besonderheiten des Einzelfalls dem entgegenstehen (siehe IDW Fachnachrichten, Nr. 1-2, 08.05.2005, S. 70f.). Für Bewertungsstichtage ab dem 07.07.2007 ist, wie bereits zuvor erwähnt, aufgrund der Unternehmenssteuerreform diese Marktrisikoprämie nicht ohne weiteres anwendbar.



Sofern die finanziellen Überschüsse aus der Alternativenanlage am Kapitalmarkt der persönlichen Ertragsbesteuerung des Unternehmenseigners unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der Steuerbelastung zu ermitteln (siehe IDW S 1, S. 20).

Der durch die Vergangenheitsbereinigung ermittelte nachhaltige Ertrag dient als Grundlage für die Schätzung der zukünftigen Überschüsse. Ist in Zukunft mit steigenden Überschüssen zu rechnen, so ist das erwartete Wachstum bei der Ermittlung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Die zukünftigen finanziellen Überschüsse werden zum einen durch Preissteigerungen und zum anderen durch Mengen- und Strukturänderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) beeinflusst. Im Rahmen der Unternehmensbewertung werden diese Änderungen über die Preissteigerungskorrektur bzw. Wachstumskorrektur berücksichtigt.

2.2.3. Berechnung des Ertragswerts

Der Ertragswert eines Unternehmens ergibt sich aus der Hochrechnung des nachhaltigen Ertrags mit dem Kapitalisierungszinssatz. Unter der Annahme konstanter zukünftiger Erträge errechnet sich der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse wie folgt:

$$EW = \frac{R}{i} + N$$

EW = Ertragswert

R = nachhaltiger Ertrag des betriebsnotwendigen Vermögens

i = Kapitalisierungszinssatz

N = Ertrag des nicht betriebsnotwendigen Vermögens



2.3. Unternehmenssteuerreform 2008

Der Bundesrat hat am 06.07.2007 der Unternehmensteuerreform 2008 zugestimmt. Diese Steuerreform enthält zahlreiche Maßnahmen, die größtenteils am 01.01.2008 in Kraft traten und sowohl die Besteuerung der Unternehmen als auch die Besteuerung der Anteilseigner betreffen. Diese Auswirkungen sowohl auf die Unternehmensebene als auch auf die Anteilseignerebene veranlasste den IDW zu einer Neufassung des Standards IDW S 1.

Die Unternehmensteuerreform beinhaltet im Wesentlichen:

- ⇒ Körperschaftsteuersatz sinkt von 25% auf 15%
- ⇒ Gewerbesteuermesszahl sinkt von 5% auf 3,5%
- ⇒ Nichtabzugsfähigkeit der Gewerbesteuer als Betriebsausgabe
- ⇒ Begrenzte Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen (sog. Zinsschranke)
- ⇒ Abgeltungsteuer von 25% auf private Kapitaleinkünfte (Zinsen, Dividenden und Veräußerungsgewinne)
- ⇒ Besteuerung der Veräußerungsgewinne unabhängig von Haltedauer

Die Folgen voraussichtlicher Gesetzesänderungen sind bei der Unternehmensbewertung nach herrschender Meinung zu berücksichtigen, wenn alle notwendigen Beschlussfassungen der zuständigen Organe zum Bewertungszeitpunkt vorliegen. Aufgrund der Zustimmung des Bundesrats am 06.07.2007 empfiehlt der IDW deshalb die steuerlichen Neuerungen für die Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ab dem Bewertungstichtag 07.07.2007 zu berücksichtigen.

Gutachterseits werden deshalb Unternehmensbewertungen mit Bewertungstichtagen, die vor dem 07.07.2007 liegen, in Anlehnung an den IDW S 1 in der Fassung des Jahres 2005 und Unternehmensbewertungen mit Bewertungstichtagen ab dem 07.07.2007 in Anlehnung an den IDW S 1 in der Fassung des Jahres 2008 durchgeführt.



3. Praktische Durchführung einer Ertragswertberechnung

3.1. Allgemeine Angaben

Gemäß Gutachtauftrag sollte Beweis erhoben werden über den Verkehrswert der Schokolade Muster GmbH zum 01.01.2009. Die Schokolade Muster GmbH ist ein mittelständisches Unternehmen der Lebensmittelindustrie.

Zur Gutachtenerstellung wurden die Jahresabschlüsse der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2004 bis 2008 zur Verfügung gestellt. Geschäfts- oder Businesspläne bzw. Planzahlen, die vor dem Bewertungsstichtag 01.01.2009 erstellt wurden, existierten nicht.

Zur Bewertung der Schokolade Muster GmbH wurde das vom Institut der Wirtschaftsprüfer präferierte Ertragswertverfahren angewendet.

Da zur Gutachtenerstellung keine Planzahlen zur Verfügung gestellt worden sind, wurden im Rahmen des Ertragswertverfahrens die zukünftig zu erwartenden Gewinne mit Hilfe des Vergangenheitsergebnisses geschätzt. Das Vergangenheitsergebnis liegt anhand bereits erstellter Jahresabschlüsse vor. Zur Schätzung der zukünftig zu erwartenden Gewinne wird dieses Vergangenheitsergebnis jedoch um nicht nachhaltige Erfolgsbestandteile bereinigt. Ziel dieser Bereinigung ist es, den Gewinn zu ermitteln, der innerhalb eines Jahres aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens erzielt wird. Periodenfremde und/oder außerordentliche und/oder nicht betriebliche Erträge und Aufwendungen stellen somit die nicht nachhaltigen Erfolgsbestandteile dar.

Die Bewertung wurde in der Funktion eines neutralen Gutachters erstellt, der mit nachvollziehbarer Methodik einen objektivierten, von den individuellen Wertvorstellungen der Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens ermittelt. Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept ergibt.

3.2. Nachhaltiger Ertrag

Zur Ermittlung des nachhaltigen Ertrages der Schokolade Muster GmbH wurden als Ausgangsdaten die laut den zur Verfügung gestellten Jahresabschlüssen ausgewiesenen Jahresüberschüsse verwendet.

Die laut den Jahresabschlüssen der Schokolade Muster GmbH ausgewiesenen Ergebnisse sind zur Ermittlung des nachhaltigen Ertrages um nicht betriebsnotwendige und/oder außerordentliche Einflüsse zu korrigieren.

Angaben zur Ausschüttungspolitik bzw. zur Verwendung thesaurierter Beträge lagen nicht vor. Es wurde deshalb bei der Ermittlung des Ertragswertes der Schokolade Muster GmbH eine Typisierung hinsichtlich der Ausschüttung der Gewinne vorgenommen.

Für die Schokolade Muster GmbH lagen keine Planungsrechnungen für den Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag vor, die vor dem Bewertungsstichtag erstellt worden waren. Sofern keine Planungsrechnungen des Unternehmens vorliegen, kann der Gutachter nur aufgrund der Vergangenheitsanalyse eine Ertragsprognose erstellen. Aus diesem Grund wurde der durch die Vergangenheitsbereinigung ermittelte nachhaltige Ertrag als Grundlage für die Schätzung der zukünftigen Überschüsse verwendet.

Die Feststellungen hinsichtlich der nicht nachhaltigen Erfolgsbestandteile sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

	2004	2005	2006	2007	2008
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Jahresüberschuss	108.576,03	350.016,13	889.562,70	637.659,33	593.252,10
Abschreibungen	14.258,12	11.985,67	10.043,92	6.857,24	1.458,64
Beteiligungserträge	-30.600,00	-46.500,00	-22.600,00	-26.800,00	-
Erträge Abgang Finanzanl.	-	-	-	-268.750,00	-
a.o. Erträge	-2.259,35	-4.354,78	-6.342,88	-1.696,58	-612,37
a.o. Aufwendungen	5.865,62	2.381,72	5.788,12	2.268,14	385,69
KSt. + GewSt.	74.173,90	214.659,15	521.140,86	232.651,62	165.478,21
korrigiertes Ergebnis	170.014,32	528.187,89	1.397.592,72	582.189,75	759.962,27

Anhand der zur Verfügung gestellten Unterlagen konnte kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen festgestellt werden. Somit waren die Ergebnisse der Schokolade Muster GmbH nicht um Aufwendungen bzw. Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zu korrigieren.

Erläuterung der Korrekturen der Vergangenheitsergebnisse:

Abschreibungen

Die Schokolade Muster GmbH hat die Vermögensgegenstände überwiegend linear abgeschrieben. Einige Vermögensgegenstände wurden jedoch geometrisch-degressiv abgeschrieben. Bei dieser Abschreibungsmethode werden in den ersten Jahren der Nutzungsdauer relativ hohe Abschreibungsbeträge angesetzt. Die geometrisch-degressiven Abschreibungsbeträge sind meist höher als die tatsächliche Abnutzung des Vermögensgegenstandes. Dies führt dazu, dass der so ermittelte Buchwert deutlich unter dem Zeitwert des betreffenden Vermögensgegenstandes liegt (= stille Reserven).



Zur Ermittlung des nachhaltigen Ertrags der Schokolade Muster GmbH wurden deshalb für die Vermögensgegenstände, die geometrisch-degressiv abgeschrieben worden waren, die jährlichen Abschreibungsbeträge sowie die Buchwerte mit Hilfe der linearen Abschreibung neu berechnet. Die Differenz zwischen den bilanziell ausgewiesenen Buchwerten und den gutachterseits ermittelten Buchwerten wurden als Korrekturen im Rahmen der Vergangenheitsbereinigung berücksichtigt.

Die Neuberechnung der Buchwerte der von der Schokolade Muster GmbH geometrisch-degressiv abgeschriebenen Vermögensgegenstände sowie der geringwertigen Wirtschaftsgüter ist in einer Anlage zum Gutachten enthalten.

Beteiligungserträge und Erträge Abgang Finanzanlagen

Im betrachteten Zeitraum veräußerte die Schokolade Muster GmbH eine Unternehmensbeteiligung. Aus diesem Grund wurden der durch den Verkauf erzielte Gewinn sowie die jährlich erzielten Beteiligungserträge eliminiert.

Außerordentliche Erträge und Aufwendungen

Es ist davon auszugehen, dass es sich bei den außerordentlichen Erträgen und Aufwendungen nicht um Erträge und Aufwendungen handelte, die dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb der Schokolade Muster GmbH zuzurechnen sind. Sie wurden deshalb bei der Ermittlung des nachhaltigen Ertrags korrigiert.

Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag, Gewerbesteuer

Die Ertragssteuern des Unternehmens sind bei der Berechnung des nachhaltigen Ertrags zu eliminieren. Diese Steuern werden dann nach der Berechnung des nachhaltigen Ertrags neu berechnet.



Berechnung des nachhaltigen Ertrags aus den korrigierten Ergebnissen:

Ermittlung des nachhaltigen Ertrags / Jahr	
korrigiertes Ergebnis 2004	170.014,32
korrigiertes Ergebnis 2005	528.187,89
korrigiertes Ergebnis 2006	1.397.592,72
korrigiertes Ergebnis 2007	582.189,75
korrigiertes Ergebnis 2008	759.962,27
Summe	3.437.946,95
Durchschnittsergebnis	687.589,39
Gewerbesteuer (Meßzahl 3,5 / Hebesatz 400%)	-96.262,51
KSt + Soli (15,825%)	-108.811,02
Nachhaltiger Ertrag	482.515,85

Die Unternehmenssteuern wurden mit den ab dem 01.01.2009 geltenden Sätzen berechnet. Zur Berechnung des nachhaltigen Ertrages kann auch ein gewichtetes Mittel berechnet werden, welches im vorliegenden Fall jedoch nicht notwendig war.

Wie die Tabelle zeigt, erzielte die Schokolade Muster GmbH in den Jahren 2004 bis 2008 einen nachhaltigen Ertrag in Höhe von 482.515,85 EUR.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die aufgrund des Unternehmenskonzeptes zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse unterliegen seit der Steuerreform 2008 unabhängig von der Haltedauer einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung (jedoch nur für die Anteile, die ab 2009 erworben werden).

Gemäß dem IDW Standard wird für die thesaurierten Beträge eine kapitalwertneutrale Verwendung angenommen. Die thesaurierten Beträge können deshalb unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierung den Anteilseignern zugerechnet werden. Aufgrund der kapitalwertneutralen Verwendung der thesaurierten Beträge entfällt die Veräußerungsgewinnbesteuerung.



3.3. Kapitalisierungszins

Der Kapitalisierungszins setzt sich zusammen aus einem Basiszins sowie diversen Zu- bzw. Abschlägen.

Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW hielt es bis zur Neufassung der Grundsätze für sachgerecht, bei Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtagen ab dem 31.12.2004 einen Basiszins von 5,0% zugrunde zu legen. Mit der Neufassung des IDW Standards empfiehlt der IDW den Basiszins auf der Grundlage der von der Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturkurve zu ermitteln. Vorliegend wurden die Monatswerte für den Zeitraum Juli bis Dezember 2008 herangezogen und ein Basiszins von 4,20% abgeleitet.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags sind am Markt beobachtete Risikoprämien eine geeignete Ausgangsgröße. Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung empfahl bis zur Neufassung der Grundsätze eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,0 bis 6,0% anzusetzen. Bezüglich der tatsächlichen Auswirkungen der Steuerreform auf die Unternehmenswerte bestehen noch Unsicherheiten. Dies betrifft u.a. die Auswirkung der Steuerreform auf die Preisbildung am Kapitalmarkt und die daraus resultierenden Renditeerwartungen (Ermittlung des Kapitalisierungszinses).

In der Literatur werden für die Praxis jedoch Marktrisikoprämien nach Steuern von 4,5% bzw. 5,0% empfohlen.

Für die Schokolade Muster GmbH gehen wir von einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,0% aus, da es sich um ein kleineres Unternehmen handelt und die Ergebnisse in der Vergangenheit stark schwankten.

Zur Berechnung des Risikozuschlags ist neben der Marktrisikoprämie der sogenannte Beta-Faktor zu ermitteln. Der Beta-Faktor gibt die Beziehung der Kursentwicklung einer Aktie im Vergleich zum Markt an. Ein Beta-Faktor größer 1 bedeutet, dass der Aktienkurs größeren Schwankungen unterliegt als der Markt. Ein Beta-Faktor kleiner 1 bedeutet, dass die Aktie sich weniger stark bewegt als der Gesamtmarkt.



Für die Schokolade Muster GmbH liegt kein Beta-Faktor vor. Unter der Annahme, dass die Entwicklung der Schokolade Muster GmbH im Wesentlichen von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung abhängt, wurde zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Schokolade Muster GmbH ein Beta-Faktor von 1,0 herangezogen.

Aufgrund der in den Jahren 2004 bis 2008 aufgezeigten Entwicklungstendenzen wurde bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinses kein Wachstumsabschlag berücksichtigt.

Der Kapitalisierungszinssatz errechnet sich somit wie folgt:

Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes		
Basiszins vor persönl. Steuern		4,20%
abzügl. pers. Steuern (26,375%)		1,10%
Basiszins nach persönl. Steuern		3,10%
Marktrisikoprämie nach pers. Steuern	5,00%	
Beta-Faktor	1	
Risikozuschlag		5,00%
Kapitalisierungszins		8,10%



Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Gemäß den zur Verfügung gestellten Abschlussunterlagen wies die Schokolade Muster GmbH keine Vermögensgegenstände aus, die als nicht betriebsnotwendig einzustufen sind.

Eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens war somit nicht erforderlich.

3.4. Berechnung des Ertragswerts

Der Ertragswert der Schokolade Muster GmbH errechnet sich wie folgt:

$$EW = \frac{R}{i} + N$$

EW = Ertragswert des Unternehmens

R = nachhaltiger Ertrag des betriebsnotwendigen Vermögens

i = Kapitalisierungszinssatz

N = Ertrag des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist bei der Schokolade Muster GmbH nicht festgestellt worden. Aus diesem Grund errechnet sich der Ertragswert wie folgt:

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

Zur Ermittlung des Ertragswerts der Schokolade Muster GmbH ist in einem ersten Schritt die Höhe der Ausschüttung zu prüfen. Angaben bezüglich der Thesaurierung der zukünftigen Gewinne lagen nicht vor. Gemäß IDW Standard ist in



der sogenannten Phase II (ewige Rente) das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens typisierend dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage anzupassen. Demnach ist hier eine Ausschüttungsquote von 50% anzusetzen (durchschnittliche Ausschüttungsquote deutscher börsennotierter Unternehmen).

In einem zweiten Schritt werden dann die persönlichen Steuern vom nachhaltigen Ertrag in Abzug gebracht. Aufgrund der Annahme einer kapitalwertneutralen Anlage der thesaurierten Beträge ist eine Veräußerungsgewinnbesteuerung nicht zu berechnen.

Für die ausgeschütteten Beträge wird der ab dem 01.01.2009 geltende Steuersatz von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt.

Die Berechnung ist in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Berechnung des Ertragswerts der Schokolade Muster GmbH			
	Ausgangsbeträge	Steuern	Ertragswert
Nachhaltiger Ertrag	482.515,85		
Wertbeitrag aus Thesaurierung (Thesaurierung = 50%)	241.257,93	0,00	204.987,59
Wertbeitrag aus Ausschüttung (Ausschüttung = 50%) abzügl. pers. Steuern (26,375%)	241.257,92	-63.631,78	177.626,14
Nettoeinnahmen Anteilseigner			382.613,73
Kapitalisierungszins = 8,10% daraus folgt Multiplikator = 12,3457			
Ertragswert in EUR			4.723.634,37

Der Ertragswert der Schokolade Muster GmbH zum 01.01.2009 betrug somit 4.724.000,- EUR gerundet.



4. Automatisierte Unternehmensbewertung

Zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse nach dem Ertragswertverfahren können laut IDW S1 vereinfachte Preisfindungen wie z.B. Ergebnismultiplikatoren herangezogen werden. Obwohl im Zusammenhang mit kleinen und mittleren Unternehmen in der Praxis gelegentlich auf solche vereinfachten Preisfindungen zurückgegriffen wird, können sie eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren nicht ersetzen.

Eine Weiterentwicklung der Multiplikatormethode stellt die von der AVIDENCE AG & Co. KG entwickelte "Automatisierte Unternehmensbewertung" dar. Diesen Ansatz auf der Basis intelligenter Techniken zur Datenanalyse werden wir zukünftig im Rahmen der wirtschaftsforensischen Gutachten zur Plausibilitätskontrolle der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerte verwenden.

Nachfolgend wird die automatisierte Unternehmensbewertung erläutert.

4.1. Die Multiplikatormethode

Ein häufig von Investmentbanken und Private Equity-Unternehmen verwendetes Verfahren zur Unternehmensbewertung ist die sogenannte *Multiplikatormethode*. Hier wird der Unternehmenswert als Vielfaches einer bestimmten Maßzahl - oft EBIT oder EBITDA - berechnet. Der Wert eines Unternehmens kann somit beispielsweise das Fünffache des EBIT betragen.

Der jeweils anzuwendende Multiplikator (Multiple) wird bestimmt durch Vergleich des zu bewertenden Unternehmens U mit anderen, ähnlichen Unternehmen, deren Wert bereits bekannt ist. Typischerweise findet dieser Vergleich innerhalb einer Branche statt. Der Multiplikator ergibt sich dann aus dem Durchschnitt der Quotienten

$$\text{Wert(X)} / \text{Maßzahl(X)}$$



für alle Unternehmen X , die zur gleichen Branche wie U gehören, wobei die Maßzahl, wie bereits erwähnt, beispielsweise der EBITDA sein kann. Eine Folge dieses Vorgehens ist, dass für alle Unternehmen einer Branche ein einziger Multiplikator gilt.

Beispiel:

Gegeben seien die Unternehmen X_1, \dots, X_5 der gleichen Branche wie U mit folgenden Eigenschaften (Angaben in Mio. EUR)

Unternehmen	Wert	EBITDA	Wert/EBITDA
X_1	2,5	0,8	3,125
X_2	3,8	2,2	1,727
X_3	123,5	27,5	4,491
X_4	18,9	9,6	1,969
X_5	42,4	31,3	1,355
\emptyset			2,533

Weist das Unternehmen U nun einen EBITDA von 4,9 auf, so ergibt sich nach diesem Verfahren ein Unternehmenswert von $4,9 \times 2,533 = 12,4117$.

Anmerkungen:

- Es zeigt sich, dass die *Peergroup*, die Menge der zum Vergleich herangezogenen Unternehmen, sehr heterogen ist, was sich einerseits in den starken Abweichungen der Kennzahlen Wert und EBITDA, aber auch im Quotienten beider Größen zeigt. Hätte man beispielsweise den Wert von X_5 auf Basis der Vergleichsmenge der verbleibenden Unternehmen berechnet, so hätten sich ein Multiplikator von 2,04 und ein Wert von 56,21 ergeben.
- In manchen Fällen beruht die Wahl der Vergleichsgruppe auf dem Expertenwissen und der Erfahrung eines Analysten, der aufgrund seiner Kenntnisse eine solche *Peergroup* zusammenstellt. Dieses Vorgehen ist allerdings weitgehend intransparent, da die Kriterien zur Auswahl der Vergleichsunternehmen oftmals nicht formal erfasst und daher schwer nachvollziehbar sind.

- Neben der Wahl der Vergleichsunternehmen ist ein zweiter Faktor, der die Qualität der Bewertung stark beeinflusst, die Berechnungsvorschrift zur Kombination der Einzelbeiträge. Wählt man beispielsweise statt des arithmetischen Mittels (wie oben geschehen) den Median, so ergibt sich ein Multiplikator von 1,97. Als Wert von U ergäbe sich dann rund 9,65, eine erhebliche Abweichung vom oben ermittelten Wert.

4.2. Ein neuer Ansatz

Um diese Schwachpunkte des Multiplikatoransatzes zu vermeiden, wurde ein neues Verfahren entwickelt, das bei der AVIDENCE AG & Co. KG zum Einsatz kommt und auf der Verwendung intelligenter Techniken zur Datenanalyse beruht. Es automatisiert die Bestimmung der Peergroup und optimiert die Berechnung des Unternehmenswertes.

Grundlage ist eine aussagefähige Charakterisierung aller zu betrachtenden Unternehmen anhand einer Anzahl von *Attributen*. Zu diesen gehören beispielsweise Kennzahlen wie Umsatz oder EBITDA, aber auch Anzahl der Mitarbeiter, Gründungsjahr, Anzahl der Niederlassungen usw. Die Angabe der Branche dürfte ebenfalls interessant sein, ist aber - ebenso wie alle anderen Attribute - keine notwendige Voraussetzung für die Anwendung des Verfahrens.

Daneben können auch Eigenschaften relevant sein, die sich durch Berechnung aus anderen Attributen ergeben. Beispiele sind der durchschnittliche Umsatz der letzten 3 Jahre oder die prozentuale Entwicklung der Belegschaft in einem bestimmten Zeitraum. In solchen *abgeleiteten Attributen* lässt sich Expertenwissen repräsentieren, das beim Vergleich von Unternehmen herangezogen werden kann.

Anmerkung: Im Gegensatz zur Standard-Version der Multiplikatormethode ist hier die Branche eines Unternehmens lediglich ein Attribut unter vielen. Sie kann im Prinzip sogar gänzlich entfallen.

Das grundlegende Vorgehen gliedert sich in zwei Phasen, die im Anschluss detaillierter erläutert werden.

Trainingsphase

1. Bestimmung relevanter Attribute
2. Training der Ähnlichkeitsberechnung

Anwendung

1. Kodierung des zu bewertenden Unternehmens
2. Bestimmung der Peergroup
3. Berechnung des Unternehmenswertes

4.2.1. Die Trainingsphase

Es wird angenommen, dass eine bestimmte Menge von Unternehmensdaten als Trainingsdaten zur Verfügung steht. Jeder Datensatz beinhaltet den Namen eines Unternehmens, seine konkreten Ausprägungen für bestimmte Attribute sowie den bereits bekannten Unternehmenswert.¹ Typische Beispiele könnten wie folgt aussehen:

Firma	EBITDA	Umsatz	EBITDA-Marge	Anzahl Mitarbeiter	Alter	Rechtsform	Branche	Unternehmenswert
Maier	371.000	3.200.000	0,116	44	11	GmbH	Maschinenbau	1.521.100
Müller	64.200	765.000	0,084	9	34	KG	Handel	121.000
Schmidt	2.454.000	14.281.000	0,172	117	9	AG	IT	12.270.000

Dabei handelt es sich bei "EBITDA-Marge" um ein abgeleitetes Attribut, das sich aus dem Quotienten von "EBITDA" und "Umsatz" ergibt. Es ist zu beachten, dass nicht nur numerische, sondern auch nominale Attribute wie "Rechtsform" verwendet werden können.

In einem ersten Schritt ermittelt das System durch statistische Tests, welche dieser Attribute tatsächlich mit dem Attribut "Unternehmenswert" korreliert sind,

¹ Auf diesen Aspekt wird später noch einmal genauer eingegangen.



welche also in einem unmittelbaren statistischen Zusammenhang mit der Bewertung stehen. Alle anderen Attribute fließen nicht in die Ähnlichkeitsberechnung ein und werden in der weiteren Trainingsphase ignoriert.

Im zweiten Schritt lernt das System die Gewichtung dieser Attribute auf der Basis einer Kombination von Methoden aus Künstlicher Intelligenz und Statistik, so dass für jedes Unternehmen eine optimale Peergroup im Hinblick auf den zu schätzenden Unternehmenswert zugeordnet werden kann.

Die Ähnlichkeit wird ausgedrückt durch einen numerischen Wert zwischen 1 (in allen Attributwerten identische Unternehmen) und 0 (vollkommen verschiedene Unternehmen).

Anmerkungen:

Die Menge der Trainingsdaten sollte mindestens 100 Einträge umfassen. Die Qualität der Unternehmenswertberechnung steigt mit zunehmender Größe der Trainingsmenge.

Das wichtigste Attribut in der Trainingsdatenmenge ist der jeweilige Wert der Unternehmen. Verwendet man hier keinen durch eines der gängigen Verfahren (Multiplikatoren, DCF oder ähnliche) ermittelten Unternehmenswert, sondern tatsächlich erzielte Verkaufspreise, so können die mit Hilfe des neuen Verfahrens bestimmten Werte als sehr gute Basis für Verkaufsverhandlungen verwendet werden.

4.2.2. Anwendung

Alle zu bewertenden Unternehmen müssen anhand der gleichen Attribute wie die Trainingsdaten beschrieben werden. Zumindest diejenigen Attribute, die tatsächlich zur Berechnung der Ähnlichkeit verwendet werden, müssen vorhanden und vollständig gefüllt sein.

Ist dies der Fall, so wird mit Hilfe des in der ersten Phase trainierten Ähnlichkeitsmaßes die Peergroup der beispielsweise 20 ähnlichsten Unternehmen ermittelt. Die Größe der Peergroup kann vom Anwender jederzeit verändert werden. Für jedes dieser Unternehmen wird nun der gewählte Multiplikator ermittelt. Zur

Auswahl stehen beispielsweise der EBIT-, EBITDA- und Umsatz-Multiplikator. Diese Werte fließen nun - gewichtet mit der jeweiligen Ähnlichkeit zum Zielunternehmen - in eine Durchschnittsberechnung ein, woraus sich der individuelle Multiplikator für das Zielunternehmen ergibt.

Beispiel:

Für ein Unternehmen U mit einem EBITDA von 4.900.000 EUR, für das alle erforderlichen Attribute bekannt sind, soll der Wert ermittelt werden. Der Einfachheit halber bestehe die Peergroup nur aus den fünf Unternehmen, die bereits aus dem obigen Beispiel bekannt sind:²

Unternehmen	Wert	EBITDA	Wert/EBITDA	Ähnlichkeit zu U
X ₁	2,5	0,8	3,125	0,3
X ₂	3,8	2,2	1,727	0,8
X ₃	123,5	27,5	4,491	0,2
X ₄	18,9	9,6	1,969	0,1
X ₅	42,4	31,3	1,355	0,7

Der EBITDA-Multiplikator für U berechnet sich dann wie folgt:

$$\frac{0,3 \cdot 3,125 + 0,8 \cdot 1,727 + 0,2 \cdot 4,491 + 0,1 \cdot 1,969 + 0,7 \cdot 1,355}{0,3 + 0,8 + 0,2 + 0,1 + 0,7}$$

Dies ergibt einen Multiplikator von 2,077 und somit einen Unternehmenswert für U von 4.900.000 EUR * 2,077 = 10.179.441,56 EUR. Zum Vergleich: Im Anfangsbeispiel, in dem alle Unternehmen gleich gewichtet wurden, ergaben sich ein EBITDA-Multiplikator von 2,533 und ein Unternehmenswert von 12.411.700 EUR.

² Die Zugehörigkeit zur gleichen Branche sei hier außer Acht gelassen, es geht lediglich um die numerischen Werte.

Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass - eine zuverlässige Menge von Trainingsdaten vorausgesetzt - die durch das neue Verfahren ermittelten Werte in den meisten Fällen wesentlicher näher am tatsächlich erzielten Verkaufspreis lagen als die mit dem herkömmlichen Verfahren berechneten Werte.

Ein weiterer Vorteil ist die Transparenz dieses Verfahrens. Das System kann zu jedem Zeitpunkt die Wahl der konkreten Peergroup erklären und die Zuverlässigkeit seiner Unternehmensbewertung abschätzen sowie Expertenwissen in Form zusätzlicher Attribute bzw. individuell angepasster Gewichtungen berücksichtigen.