

Peter Hager: Bewertungsmethoden – Eine Übersicht

Vorwort

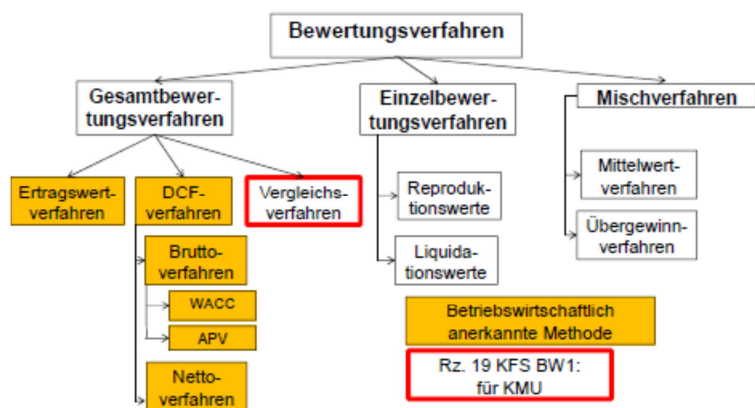
Die Methodenvielfalt in der Unternehmensbewertung gibt dem Anwender immer wieder Rätsel auf: Welche Besonderheit kommt wo vor? Kann eine Vereinfachung auch bei einer anderen Methode angewandt werden. Was sind betriebswirtschaftlich anerkannte Methoden? Liegen zwei verschiedene Methoden oder synonyme Begriffe derselben Methode vor?

Dieser Überblick dient der Einführung und bietet Hinweise zur Vertiefung der Kenntnisse.

Praktikerhinweis

anerkannte Methode

1. Methodenübersicht



Daneben gibt es noch neue Verfahren:

- Residualgewinnmethode¹
- EVA-Modell: zur Performancemessung²

2. Darstellung der Methoden³

2.1. Gesamtbewertungsverfahren

Das Unternehmen wird als Gesamtheit betrachtet und nicht als die Summe der einzelnen Wirtschaftsgüter.⁴

¹ vgl. z.B. Wala u.a.: „Das Residualgewinn-Konzept – Darstellung und praktische Anwendungsmöglichkeit“ in RWZ 2002/101

² vgl. z.B. Schiebel „Das Economic Value Added Modell“ in RZW 2002/43

³ Zur Vertiefung: Mandl / Rabel (2012); Mandel: „ Zum Stand der Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis“, RWZ 2000/58, St. Fröhlich: „Unternehmensbewertung im Überblick“, SWK 29/2004, W 155; Walla / Knoll: „Methoden der modernen Unternehmensbewertung“ RWZ 2002/64 u. 2002/96

Es wird unterschieden zwischen

- Ertragswertverfahren
- Discounted Cash-Flow-Verfahren und
- Vergleichsverfahren

Die beiden ersten Verfahren werden im neuen Fachgutachten KFS/BW 1 (2014) unter dem Begriff Diskontierungsverfahren zusammengefasst und beruhen auf künftigen Erträgen/Zuflüssen, das letztere auf einem Vergleich aktueller Zahlen mit dem Wert von Vergleichsunternehmen.

2.1.1. Ertragswertverfahren⁵

Der Unternehmenswert wird aus künftigen Erträgen abgeleitet. Der Diskontierungszinssatz wird oft durch eine Risikozuschlagsmethode ermittelt. Betriebswirtschaftlich anerkannte Methode, die häufig angewandt wird, da leicht verständlich und geringerer Datenbedarf besteht.

☞ **Wenn keine Einwendungen gegen eine Vollausschüttung bestehen, gute Näherung.**

2.1.2. Discounted Cash-Flow-Verfahren

Der Unternehmenswert wird mittels Cash-Flow-Rechnung aus dem möglichen Zufluss an den Eigentümer errechnet. Der Diskontierungszinssatz erfolgt durch eine kapitalmarktorientierte Zinsermittlung (meist CAPM = Capital Asset Pricing Model). Sie ist die von der Wissenschaft bevorzugte Methode. Sie ist jedoch schwerer zu verstehen und erfordert mehr Daten zur Berechnung, neben der Gewinn- und Verlustrechnung muss noch die Planbilanz und eine Plan-Cash-Flow-Rechnung erstellt werden.

3 Methoden:

- Bruttoverfahren auf Basis von Free-Cash-Flows (Entity-Approach),
- Nettoverfahren auf Basis von Flow to Equity (Equity-Approach)
- Adjusted Present Value-Verfahren (APV-Verfahren)

Übersicht der DCF-Verfahren

	WACC-Verfahren	FTE-Verfahren	APV-Verfahren	
Bewertungsrelevante Größe	FCF	FTE	FCF	Tax Shield
Kapitalkostensatz	WACC	EK-Zins (verschuldet)	EK-Zins (unverschuldet)	FK-Zinsen
Bewertungsergebnis	Marktwert Gesamtkapital	Marktwert Eigenkapital	Marktwert GK (reine Eigenfinanzierung)	Marktwert Steuervorteil aus Fremdfinanzierung

☞ **Häufig werden in der Praxis die Komponenten unzulässigerweise vermengt.**

⁴ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 31

⁵ Zur Vertiefung: Mandl / Rabel (1997), S. 31ff und 108ff, Bachl (2011), S. 15f, Aschauer / Purtscher (2011), S. 108

Synonyme Bezeichnungen der Bewertungsverfahren:

Bezeichnung in KFS/BW 1	Synonym	mein Vorschlag
APV-Verfahren ⁶		APV-Verfahren
WACC-Verfahren ⁷	Free-Cash-Flow-Verfahren ⁸ Bruttoverfahren ⁹ Entity-Approach ¹⁰ DCF-Methode mittels Entity-Ansatzes ¹¹	WACC-Verfahren
¹²	TCF-Verfahren ¹³ Bruttoverfahren auf Basis von TCF ¹⁴	TCF-Verfahren
Equity-Ansatz	FTE-Verfahren ¹⁵ Nettoverfahren ¹⁶ Equity-Approach ¹⁷ DCF-Methode mittels Equity-Ansatzes ¹⁸	FTE-Verfahren

2.1.2.1. WACC-Verfahren¹⁹

Das Bruttoverfahren auf Basis von Free Cash-Flows (Entity Approach) ist die in der Praxis **am weitesten verbreitete Spielart** der DCF-Verfahren. Wegen des angewandten Mischzinsfußes wird es auch als **WACC-Verfahren** bezeichnet.

Ausgehend vom **Free-Cash-Flow (FCF)** im Planungshorizont und dem **Continuing Value (CV)**, das ist der Wert der nach dem Planungshorizont zufließt, wird unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der Wert des Gesamtkapitals berechnet. Durch **Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals** erhält man den Marktwert des Eigenkapitals (**Shareholder Value**).

☞ **Das Bruttoverfahren geht von einer starren Eigen-Fremdkapital-Relation aus. Wenn diese (z.B. bei Überschuldungen) stark verändern werden soll, ist die Anwendung nur durch Zusatzrechnungen möglich.**

2.1.2.2. FTE-Verfahren²⁰

Beim Nettoverfahren entsprechen die zu diskontierenden Cash-Flows den vom Unternehmen erwirtschafteten Einzahlungsüberschüssen, die allein den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen und als

⁶ Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 134, Bachl (2011), S. 55, Aschauer / Purtscher (2011), S. 121

⁷ Aschauer / Purtscher (2011), S. 126

⁸ Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 161,

⁹ Mandl / Rabel (1997), S. 38

¹⁰ Mandl / Rabel (1997), S. 38

¹¹ Bachl (2011), S. 52

¹² nicht in KFS/BW 1

¹³ Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 184

¹⁴ Mandl / Rabel (1997), S. 365

¹⁵ Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 187

¹⁶ Aschauer / Purtscher (2011), S. 131, Mandl / Rabel (1997), S. 40,

¹⁷ Aschauer / Purtscher (2011), S. 131, Mandl / Rabel (1997), S. 40

¹⁸ Bachl (2011), S. 51

¹⁹ Zur Vertiefung siehe: Mandl / Rabel (1997), S. 38ff und 311ff; Bachl (2011), S. 52f, Aschauer / Purtscher (2011), S. 126ff

²⁰ Zur Vertiefung siehe Mandl / Rabel (1997), S. 40f und S. 367ff, Bachl (2011), S. 51f, Aschauer / Purtscher (2011), S. 131ff

Flow to Equity (FTE) bezeichnet werden. Hier ist eine atmende Finanzierung möglich, d.h. der Verschuldensgrad kann variiert werden.

2.1.2.3. Adjusted Present Value-Verfahren (APV-Verfahren)²¹

Beim APV-Verfahren wird zunächst der **Marktwert des Gesamtkapitals** unter der Prämisse der vollständigen Eigenfinanzierung aus dem Free-Cash-Flow ermittelt. Dabei kommt der Zinssatz des unverschuldeten Betriebes zur Anwendung. Aus diesem Barwert und dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wird der **Marktwert des unverschuldeten Unternehmens** ermittelt. Dazu kommt die Erhöhung des Marktwertes durch die steuerliche Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen („**Tax Shield**“). Nach Abzug des verzinlichen Fremdkapitals erhöht man den **Marktwert des Eigenkapitals**.

2.1.3. Vergleichsverfahren (Multiplikatormethode)²²

Bei den Vergleichsverfahren wird der Wert eines zu bewertenden Unternehmens aus Börsenkurswerten oder anderen realisierten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet.

Entscheidend ist, ein wirklich vergleichbares Unternehmen zu finden (z.B. richtige Branche). Vergleichsmaßstäbe sind z.B. Umsatz, Cash-Flow, Mitarbeiter.

Die Vergleichsverfahren sind bei Investmentbankern sehr beliebt. Auch haben sie als „Branchenbewertungsverfahren“ eine große Verbreitung.

☞ **Laut Rz. 17 KFS/BW 1 sind die Vergleichsverfahren zur Plausibilitätsbeurteilung heranzuziehen.**

☞ **Laut Rz. 18 KFS/BW 1 kann unter bestimmten Umständen der Unternehmenswert von sehr kleinen Unternehmen durch Multiplikatoren ermittelt werden. M.E. sind die Rahmenbedingungen nicht erfüllt.²³ Sie sind daher nicht geeignet einen Unternehmenswert zu beweisen.**

2.2. Einzelwertverfahren²⁴

Die Bewertung zu Einzelwerten ist eine statische Betrachtung. Im Vordergrund stehen die einzelnen Wirtschaftsgüter (auch die nicht bilanzierten).

Es gibt zwei Wertarten die in Frage kommen:

- Reproduktionswert
- Liquidationswert

2.2.1. Reproduktionswert²⁵

Der Wertansatz richtet sich nach jenem Betrag, der notwendig wäre, um das Unternehmen „nachzubauen“. Dabei sind auch die selbstgeschaffenen immateriellen Vermögenswerte einzubeziehen.²⁶ Es bildet die Kosten der Einzelbeschaffung ab.

☞ **Der Substanzwert auf Reproduktionskosten ist keine anerkannte betriebswirtschaftliche Methode.**²⁷

²¹ Zur Vertiefung siehe *Mandl / Rabel (1997)*, S. 41 und S. 372, *Bachl (2011)*, S. 55ff, *Aschauer / Purtscher (2011)*, S. 121ff

²² Zur Vertiefung siehe *Mandl / Rabel (1997)*, S. 42ff und S. 258ff, *Bachl (2011)*, S. 18f, *Aschauer / Purtscher (2011)*, S. 107 und 245ff

²³ vgl. *Hager*: „Das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung“, SWK 2014, S. 1122

²⁴ Zur Vertiefung siehe *Mandl / Rabel (1997)*, S. S 46ff, *Aschauer / Purtscher (2011)*, S. 109f.

²⁵ Zur Vertiefung siehe *Mandl / Rabel (1997)*, S. 47f, *Bachl (2011)*, S. 14, 58f, *Aschauer / Purtscher (2011)*, S. 109

²⁶ Vgl. *Mandl / Rabel (1997)*, S. 47

²⁷ Vgl. *KFS/BW I Rz. 26*

2.2.2. Liquidationswert²⁸

Beim Ansatz von Liquidationswerten wird von einer Zerschlagung (Liquidation) des Unternehmens ausgegangen. Ausgangspunkt sind die zu erwartenden Veräußerungserlöse der Wirtschaftsgüter abzüglich der zu begleichenden Schulden. Bei Dauerschuldverhältnissen sind auch die Kosten der Auflösung zu berücksichtigen. Bei länger währenden Liquidationen ist auf den Barwert abzustellen.

☞ Dem Substanzwert mit Liquidationswerten kommt nur noch insoweit Bedeutung zu als lt. Rz. 133 KFS/BW 1 der Liquidationsüberschuss den **Mindestansatz des Unternehmenswertes** ergibt.

☞ **Ansonsten ist diese Methode keine anerkannte betriebswirtschaftliche Methode.**

2.3. Mischverfahren

Mischverfahren sind Kombinationen aus Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren.²⁹ Diese konzeptionelle Vermischung hat zur Ablehnung dieser Verfahren geführt.

Methoden:

- Mittelwertverfahren
- Übergewinnverfahren

2.3.1. Mittelwertverfahren³⁰

Beim Mittelwertverfahren wird der Unternehmenswert als Mittelwert aus Substanz- und Ertragswert ermittelt. Letzterer basiert i.d.R. auf den vergangenen Periodenergebnissen.

Das wohl bekannteste Beispiel für ein Mittelwertverfahren ist das **Wiener Verfahren**.³¹

☞ **Das Wiener Verfahren ist nach der Judikatur des VwGH als Massenermittlungserfahren für die Ermittlung des gemeinen Wertes geeignet, stellt aber keine anerkannte betriebswirtschaftliche Methode dar. Für die Ermittlung des Verkehrswerts lt. UmgrStG ist das Wiener Verfahren laut Rz. 681 UmgrStR ausgeschlossen.**

2.3.2. Übergewinnverfahren³²

Das Übergewinnverfahren geht von der Überlegung aus, dass Unternehmen langfristig nur eine Normalverzinsung des eingesetzten Kapitals realisieren können. Dies wird durch den Zugang von Konkurrenten auf den Markt begründet. Der kurzfristig erzielbare Übergewinn stellt die Differenz zwischen dem tatsächlichen Gewinn und der Normalverzinsung dar. Die Nachhaltigkeit laut Fachgutachten 45 der KWT vom 14.12.1971 wurde bei einem subjektbezogenen Firmenwert mit 3-5 Jahren und einem objektbezogenen Firmenwert mit 5-8 Jahren angenommen.³³

☞ Die Übergewinnmethode ist keine betriebswirtschaftlich anerkannte Methode.

²⁸ Zur Vertiefung siehe Mandl / Rabel (1997), S. 48f, Aschauer / Purtscher (2011), S. 110

²⁹ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 49

³⁰ Zur Vertiefung siehe Mandl / Rabel (1997), S. 40f

³¹ Details siehe Richtlinie BMF AÖF 1996/89 und Kritik in Fraberger: „Das Wiener Verfahren 1996 zur Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften“ RZW 2001/25

³² Zur Vertiefung: Mandl / Rabel (1997), S. 50, Tichy (1990), S. 82ff

³³ Vgl. Tichy (1990), S 172

3. Anwendung in der Praxis³⁴

Die Häufigkeit der Anwendung der unterschiedlichen Methoden in der Bewertungspraxis ist immer wieder Gegenstand ausgedehnter Studien. Aus den Studien lässt sich erkennen, dass die Praxis mit Zeitverzögerung der Theorie folgt. Leider sind in den Studien die Unterschiede zwischen den Anwendern nicht ausgewiesen, diese dürften die Ursache der Ergebnisabweichungen sein.

Bei Nadvornik u.a. (2012) ergibt sich nach Bereinigung der Doppelzählungen folgende Anwendungshäufigkeit:

Discounted Cash-Flow-Verfahren	39,06%
Ertragswertverfahren	32,09%
Vergleichsverfahren	13,68%
Mischverfahren	9,95%
Substanzwertverfahren	4,23%
Realoptionsansätze	0,25%
Sonstige	0,74%
Gesamt	100,00%

Bezogen auf die DCF-Verfahren sind das folgende Prozentsätze:

WACC-Verfahren	23,90%
Nettoverfahren	9,60%
APV-Verfahren	5,55%
Discounted Cash-Flow-Verfahren	39,06%

Henselmann / Bath (2012) weichen von diesen Ergebnissen deutlich ab, was uU auf die stärkere Einbeziehung von Investmentgesellschaften zurückzuführen ist.

	Henselmann /Bath	Nadvornik u.a.
DCF	32,41%	39,06%
Ertragswert	12,68%	32,09%
Vergleichswertverfahren	36,57%	13,68%
Mischwertverfahren	1,25%	9,95%
Vergleichswertverfahren	6,55%	4,23%
Sonstige Verfahren	10,54%	0,99%
	100,00%	100,00%

Literatur

- Aschauer / Purtscher: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, Linde, 2011; zitiert: *Aschauer / Purtscher (2011)*

³⁴ Vgl. Kahr: „Unternehmensbewertungsverfahren in der Praxis“, RWZ 1999, 39; Nadvornik u.a.: „Eine Bestandsaufnahme der aktuellen Unternehmensbewertungslandschaft in Österreich - eine empirische Erhebung“, RWZ 2012/5; Henselmann / Barth: „Übliche Bewertungsmethoden – Eine empirische Erhebung für Deutschland“

- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, LexisNexis 2011; zitiert: Bachl (2011);
- Ballwieser / Hachmeister: „Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme“, Schäffer Poeschel 2013; : *Ballwieser / Hachmeister (2013)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997; zitiert: Mandl / Rabel (1997)
- Mandl / Rabel „Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick) in Peemöller (2012), S. 49ff, zitiert: Mandl / Rabel (2012)
- Tichy: „Unternehmensbewertung Grundlagen - Methoden - Praxis“, Linde, 1990; zitiert: *Tichy (1990)*