

RSM! Haarmann Hemmelrath



RSM Haarmann Hemmelrath GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Beteiligungsbewertung nach EVCA und IDW

VC-Stammtisch

München, 14. September 2005

Standards und Richtlinien

	Deutschland	Europa	USA
Reporting to Investors	International PE/VC Valuation Guidelines		PEIGG
			NVCA
	GIPS Provisions for PE Investments (EVCA!)		
Financial Reporting	HGB IDW RS HFA 10		US-GAAP ES AICPA March 30, 2005
	IFRS IDW RS HFA 16		
	International PE/VC Valuation Guidelines?		
Other	IDW S1		
	International Valuation Standards (IVSC)		
	... ?	... ?	... ?

Beteiligungsbewertung nach EVCA und IDW

Agenda

- I. Aktuelle Standards und Richtlinien
- II. International PE/VC Valuation Guidelines (EVCA)
- III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)
- IV. Vergleich der Ansätze

I. Aktuelle Standards und Richtlinien

- **International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (EVCA, BVCA, AFIC)**
 - Bewertung von Private Equity und Venture Capital Investments
 - Regelmäßiges Reporting an Investoren zum “Fair Value“
 - Förderung einer “Best Practice“ und Unterstützung von Investitionsentscheidungen
- **IDW ES 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen**
 - Analoge Anwendung für alle Arten von Unternehmen und Unternehmensteile
 - Objektivierte Werte, subjektive Entscheidungswerte bzw. Einigungswerte
 - Bestimmung der Unternehmenswerte aus Sicht eines typisierten Anteilseigners (z.B. Squeeze Out, Verschmelzung, etc.)
- **IDW RS HFA 10: Anwendung der Grundsätze des IDW S1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses**
 - Objektivierter Wert bei teilweiser Berücksichtigung von subjektiven Elementen
 - Bestimmung von Anteilswerten aus Sicht der bilanzierenden Gesellschaft

II. International PE/VC Valuation Guidelines (EVCA)

- **Basis of Valuation**

- Fair Value
- Conservative Value

- **Fair Value**

“The Fair Value is the amount for which an asset could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.”

- **Valuation Methodology**

- Price of Recent Investment
- Earnings Multiple
- Net Assets
- DCF of underlying business or from investment
- Industry Valuation Benchmark

II. International PE/VC Valuation Guidelines (EVCA)

Bewertungsmethode nach EVCA

Price of Recent Investment

Earnings Multiple

Net Assets

Discounted Cash Flow or Earnings (of underlying Business)

Discounted Cash Flows (from the investment)

Industry Valuation Benchmark

Erläuterung

At cost-Bewertung als Indikator für den Fair Value, falls letzte Investmentrunde grundsätzlich nicht länger als ein Jahr zurückliegt.

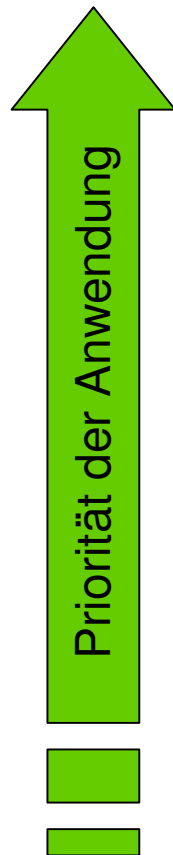
Als Multiplikatoren stehen bspw. P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA zur Verfügung.

Bewertung der einzelnen Vermögenswerte, falls dies im Vergleich zur Fortführung des Gesamtunternehmens sinnvoller erscheint (z.B. Liquidationsfall).

Bewertung anhand der Diskontierung der Zahlungsüberschüsse des Unternehmens.

Bewertung anhand der Zahlungsüberschüsse aus dem spezifischen PE/VC-Investment, bspw. bei fremdkapitalähnlichen Investments.

Bewertung anhand spezifischer Bewertungsparameter einer Industrie, z.B. Preis pro Abonnement, falls in erster Linie der damit generierte Umsatz als Bewertungsgröße herangezogen wird.



II. International PE/VC Valuation Guidelines (EVCA)

Entwicklungsphase des Unternehmens

Primäre Bewertungsmethode

Sekundäre Bewertungsmethode

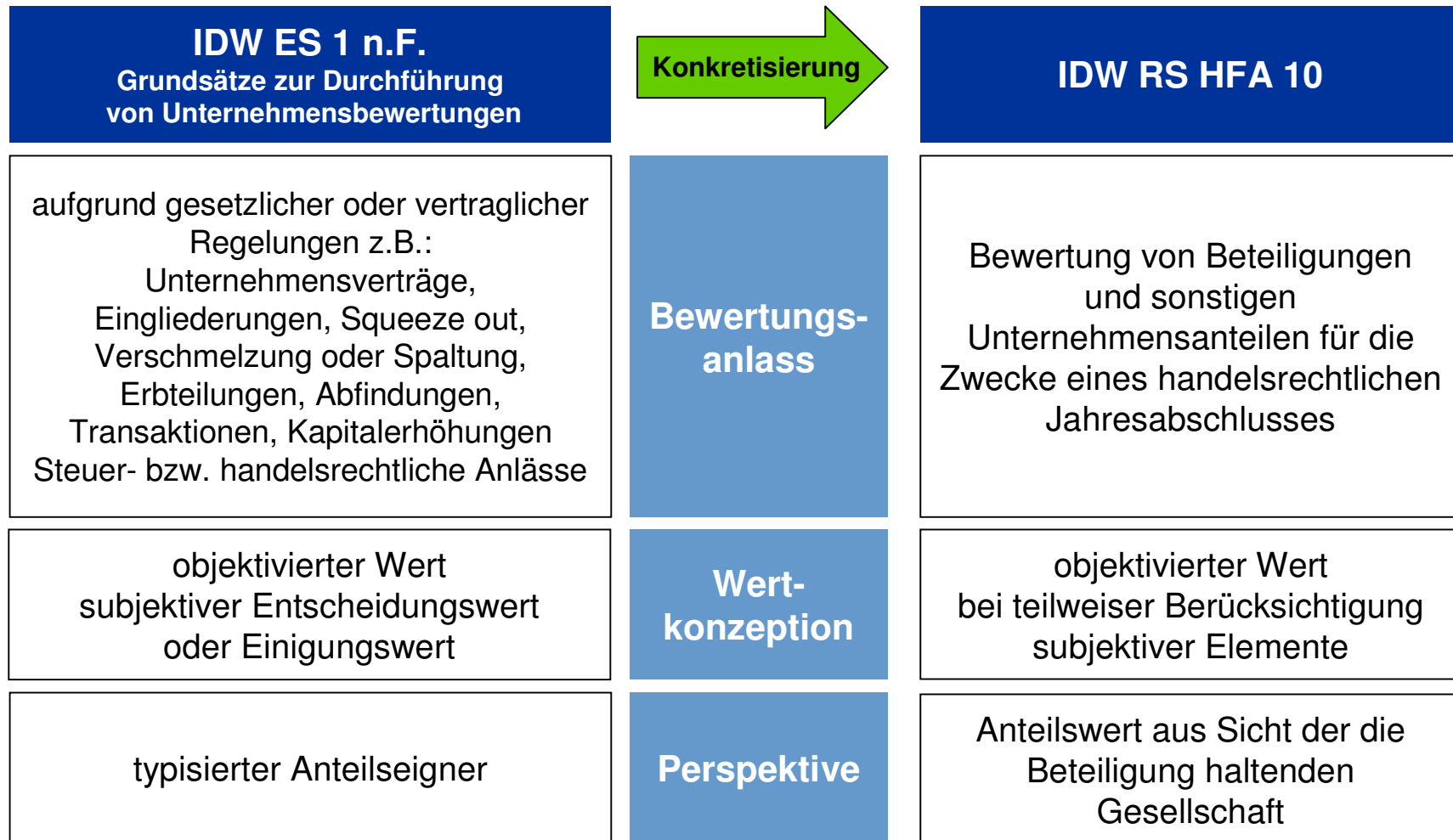
1	Junge Unternehmen bzw. Unternehmen mit bzw. ohne Umsätze und ohne positive Erträge oder Cash Flows.	<ul style="list-style-type: none">• Price of Recent Investment	<ul style="list-style-type: none">• Discounted Cash Flow or Earnings
2	Unternehmen mit Umsätzen, aber ohne signifikante positive Erträge oder Cash Flows.	<ul style="list-style-type: none">• Price of Recent Investment• Industry Valuation Benchmark• Net Assets	<ul style="list-style-type: none">• Discounted Cash Flow or Earnings
3	Unternehmen mit Umsätzen, nachhaltigen Erträgen und/oder positiven Cash Flows.	<ul style="list-style-type: none">• Price of Recent Investment• Earnings Multiple	

II. International PE/VC Valuation Guidelines (EVCA)

• Börsennotierte Werte

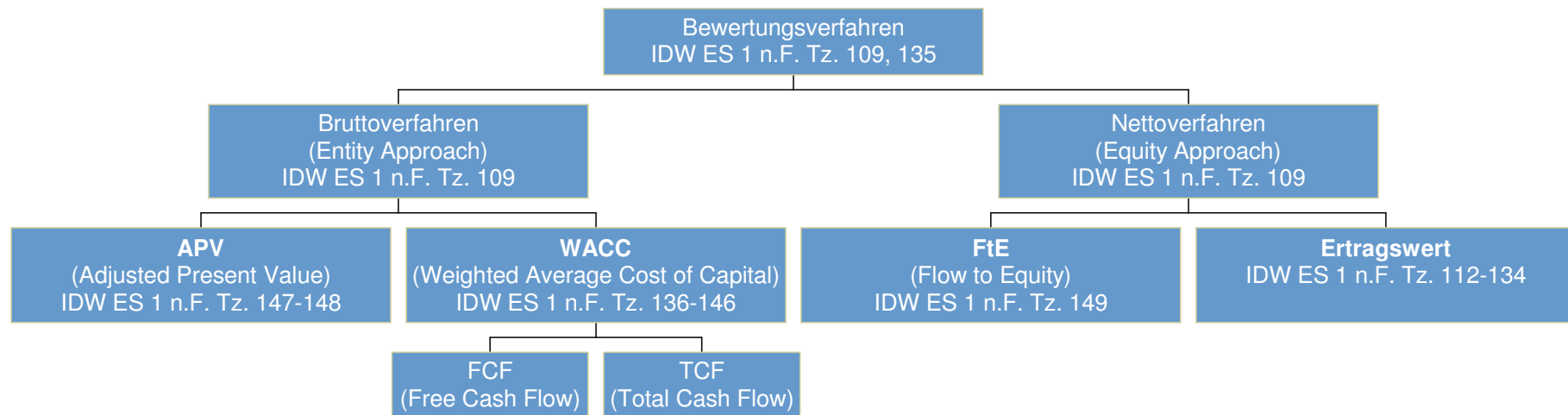
- Bewertung grundsätzlich zum bid price (Geldkurs)
- Anwendung des mid-market price (Mittelkurs) möglich
- IFRS sehen grundsätzlich keine Abschläge auf Börsenkurse vor
- Guidelines empfehlen Abschläge zu Reportingzwecken falls:
 - Formale Handelsbeschränkungen existieren (z.B. lock up)
 - Sofortiger Verkauf nicht möglich (z.B. geringes Handelsvolumen)
- Prinzipiell Einschätzung von Abschlägen durch Bewerter

III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)



III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)

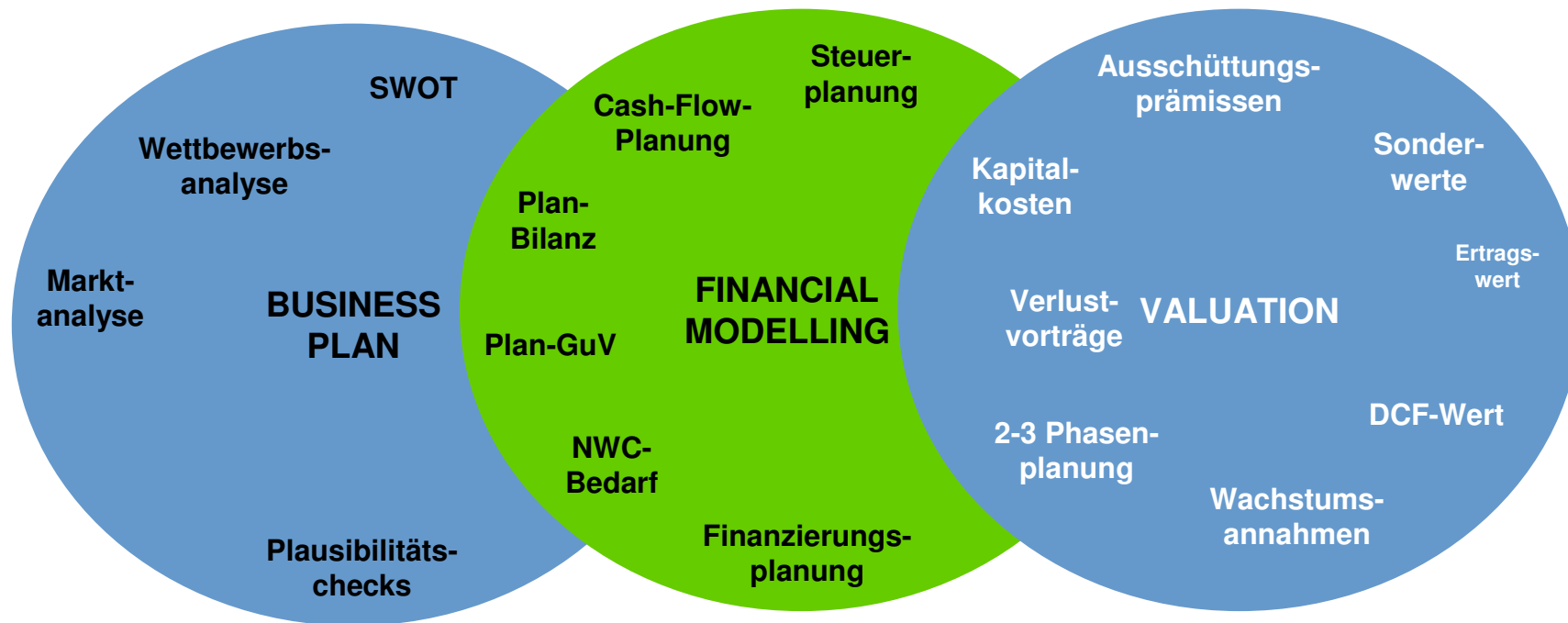
Anzuwendende Bewertungsverfahren gemäß IDW ES 1 n.F. bzw. IDW RS HFA 10



Vereinfachte Preisfindungen (z.B. **Ergebnismultiplikatoren**, umsatz- oder produkt-mengenorientierte Multiplikatoren) können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine **Plausibilitätskontrolle** der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren bieten. [...] Diese können **nicht** an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten. (IDW ES 1 n.F., Tz. 154 bzw. 155)

III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)

Vorgehensweise im Rahmen der Bewertung



III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)

Wertkonzeption

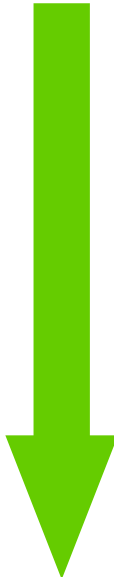
**beizulegender Wert
nach IDW RS HFA 10**

“Der Unternehmenswert repräsentiert den Barwert sämtlicher prognostizierter finanzieller Überschüsse” (ES 1 n.F. Tz. 14)

keine Veräußerungsabsicht

objektivierter Unternehmenswert
als typisierter Ertrags-/DCF-Wert
aus Sicht eines Dritten
+
„echte“ Synergien
+
noch nicht eingeleitete Maßnahmen

Marktwert oder Börsenkurs nur als
Indikation



Veräußerungsabsicht

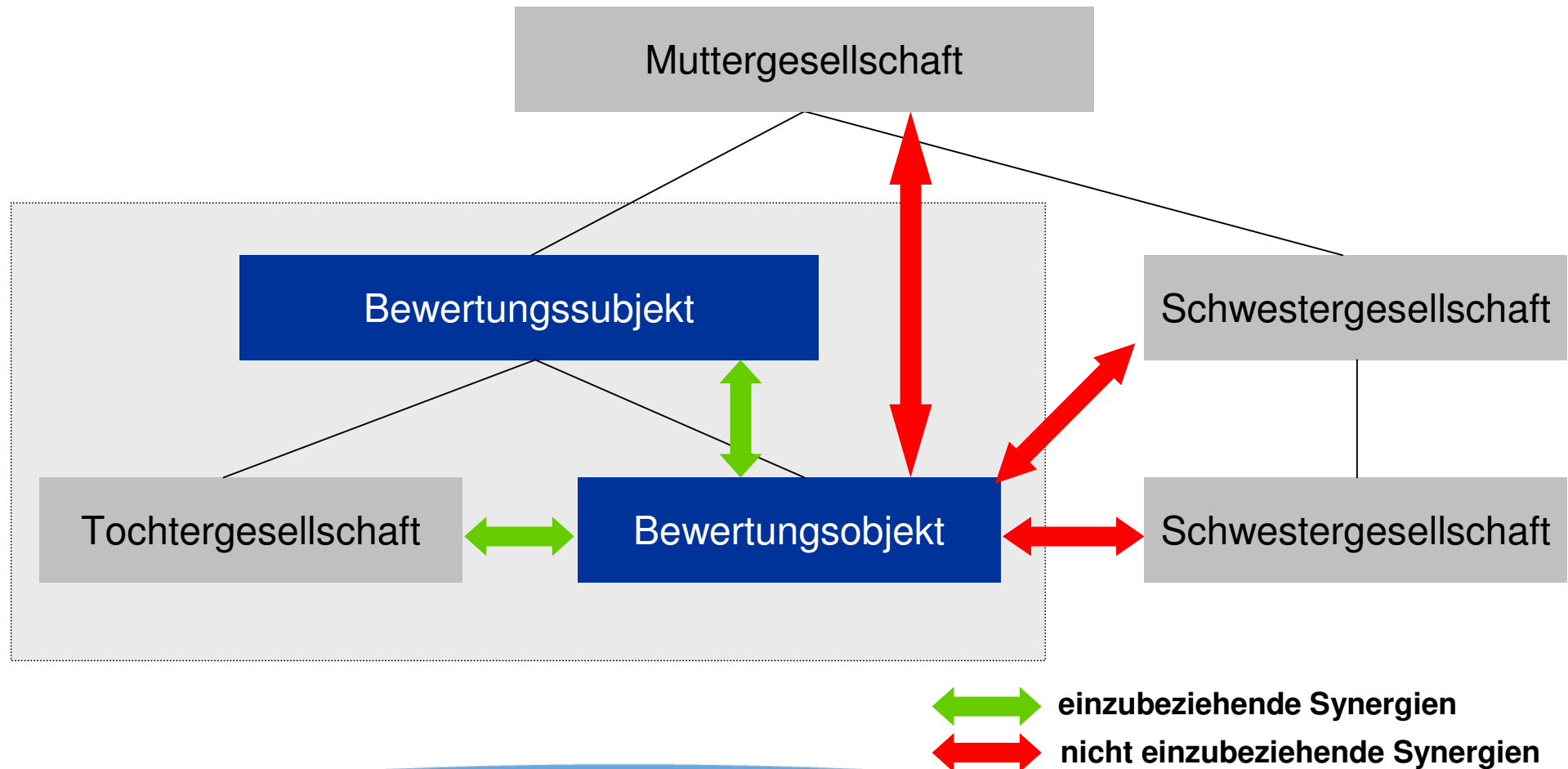
Preis eines verbindlichen
Kaufangebotes

objektivierter Unternehmenswert
als typisierter Ertrags-/DCF-Wert
aus Sicht eines potentiellen Erwerbers
+
„unechte“ Synergieeffekte
+
Berücksichtigung persönl. Steuern

Unterschiede aus Berücksichtigung von echten Synergien, noch nicht eingeleiteten Maßnahmen und persönlichen Steuern

III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)

Berücksichtigung von Synergien gem. IDW RS HFA 10



III. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)

Periodische Anpassung des Kapitalisierungszinssatz an die Kapitalstruktur – Beta-Anpassung

$$\beta_U = \beta_{EK} \times \frac{EK}{EK + FK \times (1-s)} + \beta_{FK} \times \frac{FK \times (1-s)}{EK + FK \times (1-s)}$$

$$\beta_{FK} = \frac{r_{FK} - r_f}{r_M - r_f}$$

$$\beta_{EK}^V = \beta_{EK}^U + (\beta_{EK}^U - \beta_{FK}) \times (1-s) \times \frac{FK}{EK^V}$$

IV. Vergleich der Ansätze

- **EVCA Valuation Guidelines (EVCA, BVCA, AFIC)**

- Marktorientierte Methoden werden gegenüber DCF-Methoden bevorzugt
- Aggregierte Beschreibung der jeweiligen Methoden
- Richtlinien zur Methodenwahl in Abhängigkeit von der Ausgangslage
- Fokussierung auf PE/VC - Investments
- Hohe Freiheitsgrade bei der Bestimmung der Bewertungsparameter
- Anwendung der Guidelines erfolgt auf freiwilliger Basis

- **IDW ES 1 / IDW RS HFA 10**

- Fundamentale Bewertungsmethoden stehen im Mittelpunkt
- Marktorientierte Methoden dienen zur Plausibilisierung der Ergebnisse
- Konkrete Handlungsanweisungen zur Bewertung von Unternehmen bzw. Beteiligungen
- Berücksichtigung von Synergien
- Vorgaben zur Behandlung von Steuereffekten im Rahmen der Bewertung
- Enge Eingrenzung der Bewertungsparameter u.a. auf Basis weiterer IDW-Verlautbarung
- Anwendung der Standards ist für Wirtschaftsprüfer verpflichtend



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

www.rsmi.de

www.haarmannhemmelrath.com

Ansprechpartner



Dr. Sven Beyer

Dipl.-Wirtsch.-Ing., Investmentanalyst (DVFA)

Vita: Seit 2001 Partner bei RSM Haarmann Hemmelrath, davor im Bereich Corporate Finance, PricewaterhouseCoopers, Frankfurt.

Beratungsschwerpunkte: Bewertung von Unternehmen und immateriellen Vermögenswerten, Durchführung von Kaufpreisallokationen und Impairmenttests; Lehrbeauftragter für Finanzierung und Finanzanalyse am Institut für Finanzen der Universität Leipzig, Mitglied des Arbeitskreises Bewertung immaterieller Vermögenswerte beim Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW)

Kontaktdaten:

Tel. + 49 - 89 – 21 636 - 604

Fax: + 49 - 89 – 21 636 - 608

Sven.Beyer@rsmi.de

RSM Haarmann Hemmelrath GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Maximilianstraße 35

80539 München