

Mag. Peter Hager

Unternehmensbewertung Basisseminar für die GBP

Frühjahr 2016

Übersicht

1. Tag

- **Vorstellung**
- **Wozu & Welche**
 - **Wozu Unternehmensbewertung**
 - **Welche Werte**
- **Hilfsmittel:**
 - **Mathematik, Fachgutachten & Stellungnahme, Li**
- **Grundbegriffe**
 - **Bewertungsobjekt, -subjekt, etc. Gutachten**
- **Methodenübersicht**
- **Ertragswertverfahren**

Pause

Mittagspause

Vorschau 2. Tag

- FS Ertragswert
- Prognose
- Plausibilisierung

Vorstellung

- ***? E-Mail zur Begrüßung angekommen?***
- **Kurzvorstellung**
 - Name/Finanzamt/Großbetriebsprüfung
 - Erfahrungen mit Bilanzierungen (Großbetriebe – Bilanzierer – EAR)
 - Erfahrungen mit Unternehmensbewertung
 - Probleme Excel?
- **Wünsche**
 - Was erwarte ich mir vom Seminar?
 - Was soll unbedingt vorgetragen werden?
 - Gibt es einen konkreten Fall?

- **Der Vortragende**
 - **Mag. Peter Hager, bwFB EST- Schwerpunkt:**
Unternehmensbewertung
1987-97 AmtsBP Wien 9/19
1998, 2000-2009 GBP Wien-KöSt
1999 FLD Wien
ab 2010 bundesweiter Fachbereich
 - **Zugang zu dem Thema**
- **Wünsche**
 - **Aktive Mitarbeit**
 - **Fragen**
 - **Rückmeldung zu Problemen**
 - **Vorschläge zu Verbesserungen**

Bundesweiter Fachbereich ESt/KSt

- **Aufgaben**
 - **Fachliche Unterstützung und Koordinierung der Finanzämter und Großbetriebsprüfungen in folgenden Bereichen:**
 - **Einkommensteuer (betriebliche Einkunftsarten, Einkünfte aus Kapitalvermögen, Spekulationseinkünfte sowie Beteiligungsveräußerungen)**
 - **Körperschaftsteuer**
 - **Umgründungssteuerrecht sowie**
 - **ertragsteuerliche Angelegenheiten im Zusammenhang mit Stiftungen und Vereinen.**

- **Anfragen**

- **Allgemein**

- (idR) nach Rücksprache AFB
- Keine Sachverhaltsermittlung
- Anfragebeantwortung: Nach Rücksprache BMF
- Weitergabe nach entfernten Briefkopf

- **Unternehmensbewertung**

- Ohne Rücksprache
- BW FB hilft bei Sachverhaltsermittlung:
Wenn Stpfl. kooperiert unmittelbar, sonst über FA
- Anfragebeantwortung ohne Rücksprache BMF
- Weitergabe mit Briefkopf möglich

- **Anfragen - Unternehmensbewertung**

- **Telefonische Anfrage – unverbindliche Antwort**

- **schriftliche Auskunft:**

- Kurze Sachverhaltsdarstellung
- Welche Frage soll beantwortet werden
(liegt ein positiver Verkehrswert vor)
- Unterlagen gescannt übermitteln

- **Einscannen:**

- wichtige Unterlagen einscannen
- NICHT VERKLEINERN (von A3 auf A4)
- Auflösung 600dpi
- **MEINE AUGEN SAGEN DANKE**

- **Kontakt Gutachter**

- Wenn StB, Stpfl. einverstanden direkt sonst über FA

Netzwerk Unternehmensbewertung

- **Siehe Ertragsteuertag 2011**
- **Anwender Basiswissen – Sie als Kursbesucher**
- **Fortgeschrittene Anwender zumindest 1 je FA, GBP-Gruppe**
 - Fortgeschrittenenkurs ab ? BFA
 - Sollen Kollegen auch unterstützen
- **Experten – zZ 7 soll, regional erweitert werden**
 - Unterstützt Anwender & Fortgeschrittene
 - Vernetzungssitzungen
 - Zugriff Wissenslaufwerk
- **Wissenslaufwerk**
 - Seit 2013
 - L-Laufwerk für Experten
- **Wissensplattform**
 - Seit 2013 (zZ nicht gewartet)
 - Literaturhinweise, Fachgutachten etc.
 - Zugriff ressortintern

Internet-Links

- **Wissenslandkarte Bundesweiter Fachbereich:**
 - zZ bei betrieblicher Veranlagung
 - (Steuern\Bundesweite Fachbereiche\ Einkommen - und Körperschaftsteuer)
- **Unterlagen Unternehmensbewertung Intranet**
 - (Steuern Betriebliche Veranlagung Unternehmensbewertung)
- **Private Homepage**
 - (<http://www.bewertungshilfe.at>)

Noch Fragen?

11

- **Kapitel 1:**
Wozu Unternehmens-
bewertung
 - **Werte im Steuerrecht**
 - **Preis & Wert**

12

- **Wert als Begriff**
 - Betriebswirtschaft
 - Steuerrecht
- **Wertermittlung**
 - durch Preisvergleich
 - durch Wertvergleich

Unterlage 1 Wozu Unternehmensbewertung

13

Für Finanzverwaltung

- **Werte im Steuerrecht ua**
 - Gemeiner Wert i.S.d. § 10 Abs. 2 BewG
 - Teilwert i.S.d. § 12 BewG
 - Verkehrswert
- **Was wird mit Unternehmensbewertung bewertet?
(Bewertungsobjekt)**
 - Unternehmen(teile) und –verbände (Konzern)
 - (Teil-)Betriebe
 - Beteiligungen an Unternehmen (Kapital- und Mitunternehmeranteile)
 - Marken (ÖNORM A 6800, IDW S5)
 - uvam

Unterlage 2: Welche Werte

14

Wozu Unternehmensbewertung mögliche Anlassfälle für UBW - STR

- (positiver) Verkehrswert
 - a) Einbringung (Rz. 672ff UmgrStR)
 - b) Zusammenschluss (Rz. 1347 UmgrStR)
 - c) Realteilung (Rz. 1546 UmgrStR)
- vorbehaltene Entnahmen (Rz. 911 UmgrStR)
- Alternativbewertung zum gemeinen Wert
Erlass GZ 08 1037/1-IV/8/01 vom 05.02.2002
z.B. Tausch, StiftEGSt, Aufwertungszwang Einbringung § 16 (2)
UmgrStG
- Teilwertermittlung für Bilanzierung (Abwertung und Zuschreibung)
(Rz. 2241 u 2584 EStR)
- Zuordnung stille Reserven Mitunternehmeranteil (Rz. 6014 EStR)
- Angemessenheit von Kaufpreisen
- Einordnung von Renten (Kaufpreis- Versorgungsrenten) Verhältnis
Barwert der Rente zu übergebenem Betrieb (Rz. 7001ff EStR)
- Ein- und Austritt von Gesellschaftern einer Personengesellschaft
(Steuerlastverschiebung Rz. 1311ff UmgrStR)

15

Wozu Unternehmensbewertung

Preis & Wert

- **Wert**
- **im volkswirtschaftlichen Sinne:**
ist die Bedeutung für Bedürfnisbefriedigung.
- **in der Betriebswirtschaft:**
Brauchbarkeit zur Erfüllung eines bestimmten Zwecks.
- **Preis**
konkretes Austauschverhältnis von Gütern ausgedrückt in Geld.
- **Marktpreis**
ergibt sich für homogene Gütern aus einer Vielzahl von
Verhandlungen.
- **Unternehmen sind keine homogene Güter
daher Preisermittlung durch Wertermittlung**

16

Wert

- **Beispiel Wert des Wassers in der Wüste oder im Regen**
- **Wert eines Apfels für den Konsumenten oder den Saffhersteller**
- **Wert eines Wiener Schnitzels für einen Vegetarier oder einen Fleischesser**
- **Wert eines Objektes ist subjekt- und anlassbezogen**

Was ist der Wert eines Unternehmens

- **Mögliche Wertfindungskomponenten**
- **Bauchgefühl**
- **Zeitwert des notwendigen Betriebsvermögens**
- **Orientierung am vergangenen Ertrag**
- **Orientierung am künftigen Ertrag**
- **Der Kaufmann zahlt nichts für die Vergangenheit.**

- **Objektive Unternehmenswerttheorie**
 - Bis 1959
 - Basis sind die vergangenen und gegenwärtigen Verhältnisse
 - Unternehmenswert für alle Interessenten und Anlässe gleich
 - (Anknüpfung am Substanzwert)
 - Wiener Verfahren
 - **Nicht verwechseln mit objektivierten Unternehmenswert**
 - **Subjektive Unternehmenswerttheorie**
 - 1960- 1970
 - Basis ist der konkrete Unternehmer
 - Anknüpfung an Substanz und Ertragswert
 - **Nicht verwechseln mit dem Entscheidungswert = Subjektiver Unternehmenswert**
 - **Funktionale Unternehmenswerttheorie**
 - *Ab 1971*
 - *Basis ist der konkreter Anlass eines bestimmten Unternehmers*
 - *Anknüpfung vor allem am Ertragswert*
- Quelle: Mandl/Raber (1997), S. 5ff

Haben sie noch Fragen?

Kapitel 2: Hilfsmittel

Hilfsmittel

- Mathematik
- Berechnungsprogramme
- Tabellenkalkulation - Excel
- Fachgutachten und Empfehlungen
- Fachliteratur
- Internet
- Wissensplattform (in Arbeit)

Mathematik

- Unterlage Mag. Hager „Eine kleine mathematische Auffrischung“
- Kruschwitz: „Finanzmathematik“, Oldenbourg 2010,

- **Zinseszins**

- $BW = EW * q^{-n}$

- **Rentenrechnung**

- $BW = R * \frac{q^n - 1}{iq^n}$

- **Ewige Rente**

- $BW = \frac{R}{i}$

Unterlage 3: Mathematische Auffrischung

- **Berechnungsprogramme**

- z.B. BilanzWert von Nwb Verlag ca. 160€
 - ertragswert-muster.xlsx
Muster Ertragswertverfahren

- **Excel**

- ohne geht es nicht

- **Taschenrechner**

- Besser man hat einen

Fachgutachten

(Auf Wissensplattform zu finden)

- **KFS/BW 1 v. 26.3.2014: „Bewertung von Unternehmen“**
 - gratis Download bei KWT
- **IDW S1 vom 2.4.2008: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“**
 - nur gegen Entgelt erhältlich bei IDW-Verlag

Unterlage 4: KFS BW1

Empfehlungen

- für Detailprobleme z.B. Marktrisiko
- von KWT, IWP und (d)IDW zum Teil nur für Mitglieder erhältlich
- KWT & IWP auf Wissensplattform

• WP-Handbuch Bd. 2

- Herausgegeben vom IDW, Stand 2015, Richtlinie in widerstrebenden Meinungen

• Fachliteratur

- lt. Empfehlung (Neuerscheinungen im NL I u VII)

Unterlage 5: Literaturempfehlung

• Artikel

- Ö: RWZ, gelegentlich SWK (Neuerscheinungen im NL I u VII)
- D: Die Wirtschaftsprüfung, Der Betrieb, Der Betriebsberater, Bewertungspraxis (alle in BMF)
- D: CF (z.B. WU)

- **ÖNB** (www.oenb.at)
 - **Zinssatz:**(entspricht nicht KFS BW1)
<https://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=DE&report=2.11.3>
 - **Inflation,**
<https://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=DE&report=6.1>
 - **Vergleichszahlen für Bilanzanalyse**
(<https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/Realwirtschaftliche-Indikatoren/Jahresabschlusskennzahlen-von-Unternehmen.html>)
- **Damodaran:** <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
 - **Beta, Marktrisiko ALLE SEINE VORTRÄGE**
- **Basiszinskurve** www.basiszinskurve.de
 - **Zinssatz** (entspricht KFS BW1)
- **Bewertungshilfe:** www.bewertungshilfe.at

- **Wissensplattform**
 - in Arbeit
- **Anfrage bundesweiter Fachbereich**
Mag. Peter Hager
 - telefonisch geht schnell,
 - schriftlich – **Wartezeit!**

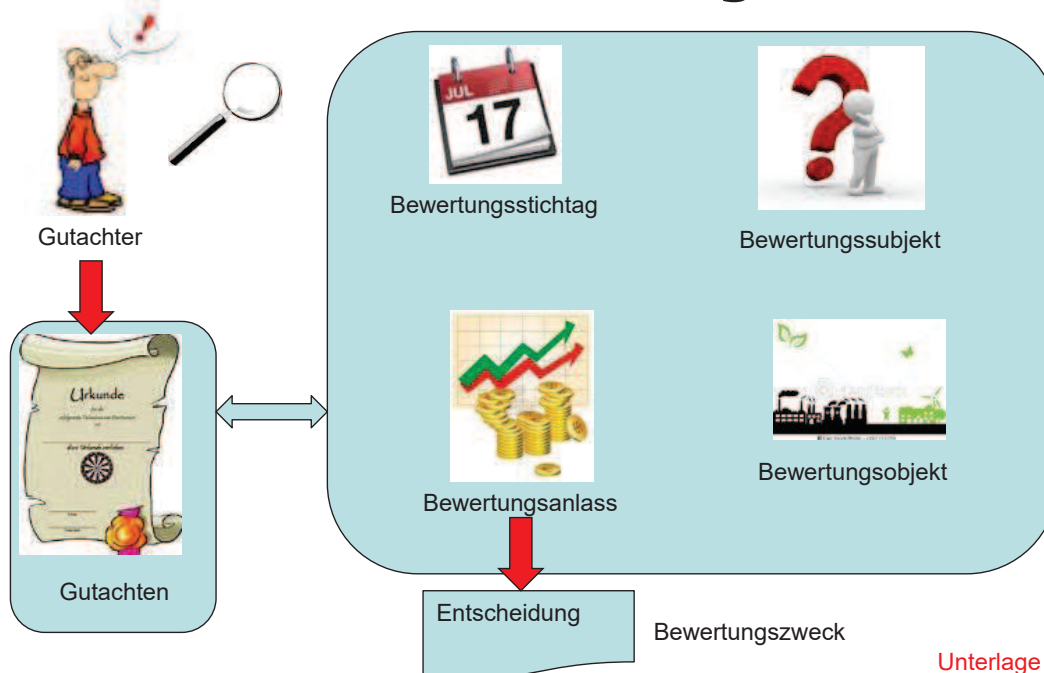


Haben sie noch Fragen?



Kapitel 3: Grundbegriffe

• Elemente der Bewertung



Unterlage 6: Grundbegriffe

31

Grundbegriffe

- **Bewertungsobjekt**
 - Gegenstand der Bewertung, z.B. Auto
- **Bewertungssubjekt**
 - Bezugspunkt der Bewertung, ich am Land zahle für ein Auto mehr als der Walter aus dem VII.
- **Bewertungsanlass**
 - Vielfältig z.B. Verkauf, oder Versicherungsschaden
- **Bewertungszweck**
 - Die vielfältigen Anlässe werden zu Zwecke typisiert
- **Bewertungsstichtag**
 - Wert ist Zeitabhängig!!!
- **Gutachter**
 - Wenn ich den Wert nicht selbst feststellen kann

32

Bewertungsobjekt

- ist der Gegenstand der das Bewertungssubjekt interessiert
- ist der Gegenstand den der Gutachter zu einem bestimmten Stichtag betrachtet
- ist der Gegenstand mit dem ein bestimmter Anlass zum Stichtag geplant ist.

Bewertungsobjekt (Rz. 6ff)

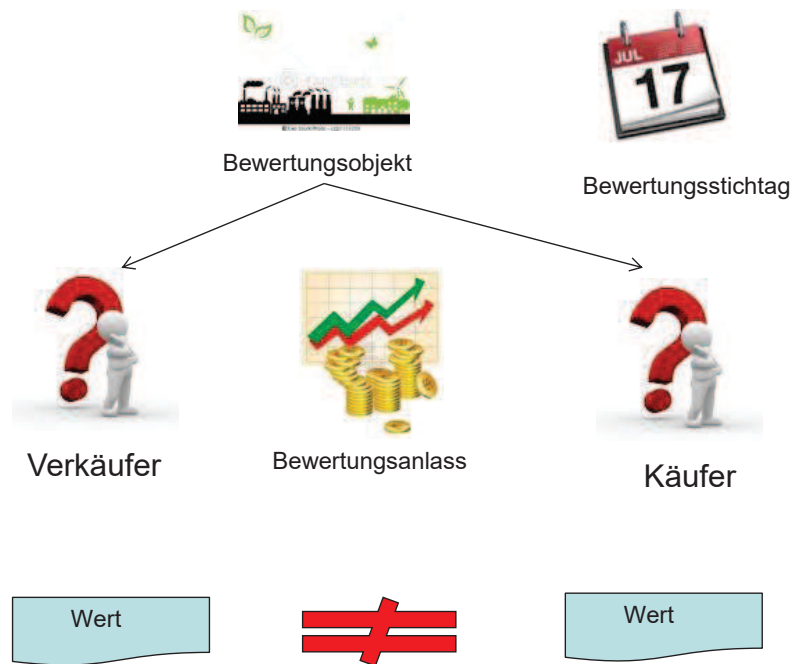
- Unternehmen(teile)
- (Teil-)Betriebe
- Unternehmensverbände (Konzern)
- Beteiligungen an Unternehmen (Kapital- und Mitunternehmeranteile)
- Kundenstamm
- Marken (ÖNORM A 6800, IDW S5)
- Immobilien bei Immobilienunternehmen (sonst LBG)

- **Bewertungsobjekt**
- **Besteht aus**
 - Betriebsnotwendigem Vermögen
 - Nicht betriebsnotwendigem Vermögen
- **Ist so zu betrachten, wie es am Stichtag dasteht!!**
 - Siehe Wurzeltheorie
 - Siehe Unternehmenskonzept
- **Muss rechtlich (noch) nicht bestehen**
 - Wichtig für Bewertung Teilbetrieb
 - Wichtig für Umgründung

Bewertungssubjekt (Rz. 9)

- **Derjenige auf den das Objekt bezogen werden soll**
- ***Käufer hat andere Wertvorstellung als Verkäufer***
- **Maßgeblich bei Umgründung ist der Übernehmer**
 - EU-Betrieb als Vermögen im Zusammenschluss => ESt
 - EU-Betrieb als Vermögen für Einbringung => KSt

- z.B. geplanter Verkauf per 17. Juli



37

- **Bewertungsanlass (Rz. 14)**
 - Konkreter Grund für die Unternehmensbewertung
 - Unzählige Gründe
 - Daher Typisierung

38

Übersicht (ex Aschauer/Purtscher, S 100f)

Bewertungen bei unternehmerischen Initiativen	Bewertungen für Zwecke der Rechnungslegung	Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften bzw. vertraglicher Grundlagen
Kauf/Verkauf von Unternehmen	Kaufpreisallokation	Ausschluss von Gesellschaftern (Squeeze Out)
Fusionen	Beteiligungsbewertung (Teilwert)	Umtauschverhältnis bei Verschmelzung oder Spaltung
Eigen- oder Fremdkapitalzufuhr	Impairmenttest	Ein- und Austritt von Mitunternehmern
Sacheinlagen von Unternehmensanteilen		Erbaseinandersetzungen, Erbteilungen
Management Buy Outs		Abfindungsfälle im Familienrecht
Wertorientierte Managementkonzepte		Verkehrswert bei Umgründungen

Grundbegriffe - Bewertungszweck

Bewertungszweck

- **Typisierung der Bewertungsanlässe**
- **Zentraler Punkt der Unternehmensbewertung**
- **Bestimmt die Funktion des Gutachters**

Grundbegriffe - Bewertungszweck (Rz. 15ff)

Ermittlung von

- **subjektiven Unternehmenswerten (Entscheidungswert) (Rz. 19)**
individuelle Grenze der Konzessionsbereitschaft eines ganz bestimmten Entscheidungssubjektes in einer ganz speziellen Situation.
- **objektivierten Unternehmenswerten (Rz. 16ff)**
soll einen von den Wertvorstellungen des Subjektes unabhängigen Wert darstellen
- **Schiedswerten (Rz. 20)**
fairer Interessenausgleich zwischen den individuellen Bewertungsvorstellungen.

Grundbegriffe - Gutachter (Rz. 21)

Der Gutachter kann in verschiedenen Funktionen tätig werden:

- **Berater**
- **Neutraler Gutachter**
- **Schiedsgutachter**

- **Die Funktion des Gutachters hängt vom Bewertungszweck ab.**
- **Seit 1997 auch der eigene StB als Gutachter (Rz. 685 UmgrStR)**

- **Dokumentation**
 - Auftrag
 - **Arbeitspapiere**
 - lt. Text Rz. 153 letzter Satz Einsicht für FA zulässig
 - Vollständigkeitserklärung
- **Vertrauensschutz**

Unterlage 7: Prüfung Gutachten

43

Bewertungsprozess – Gutachten (Rz. 155)

- **Auftrag (incl. Anlass, Zweck, Stichtag, Funktion)**
- **Beschreibung des Bewertungsobjekts**
- **erhaltene und verwendete Unterlagen, sonstige verwendete Informationen, [was ist mit nicht verwendeten Informationen!!]**
- **Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,**
- **Planungs- und Prognoserechnungen, samt Plausibilitätsbeurteilung,**
- **angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,**
- **Bewertungsschritte und Plausibilitätsbeurteilungen,**
- **Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,**
- **Bewertungsergebnis.**

44

- **Unternehmenswert = Zeitpunktbezogener Wert**
 - für Zinssatz (der heutige gilt für immer)
 - für Ertragsprognose (vgl. aber Wurzeltheorie)
 - für Berücksichtigung von Maßnahmen in obj. UBW
 - Abzinsung auf Stichtag
- **Wurzeltheorie**
 - Berücksichtigt wird nur ein Ereignis dessen Ursache bereits vor dem Stichtag angelegt und **absehbar war**.
 - Entspricht der subjektiven Richtigkeit des Bilanzansatzes.

45

Grundbegriffe

Stichtag

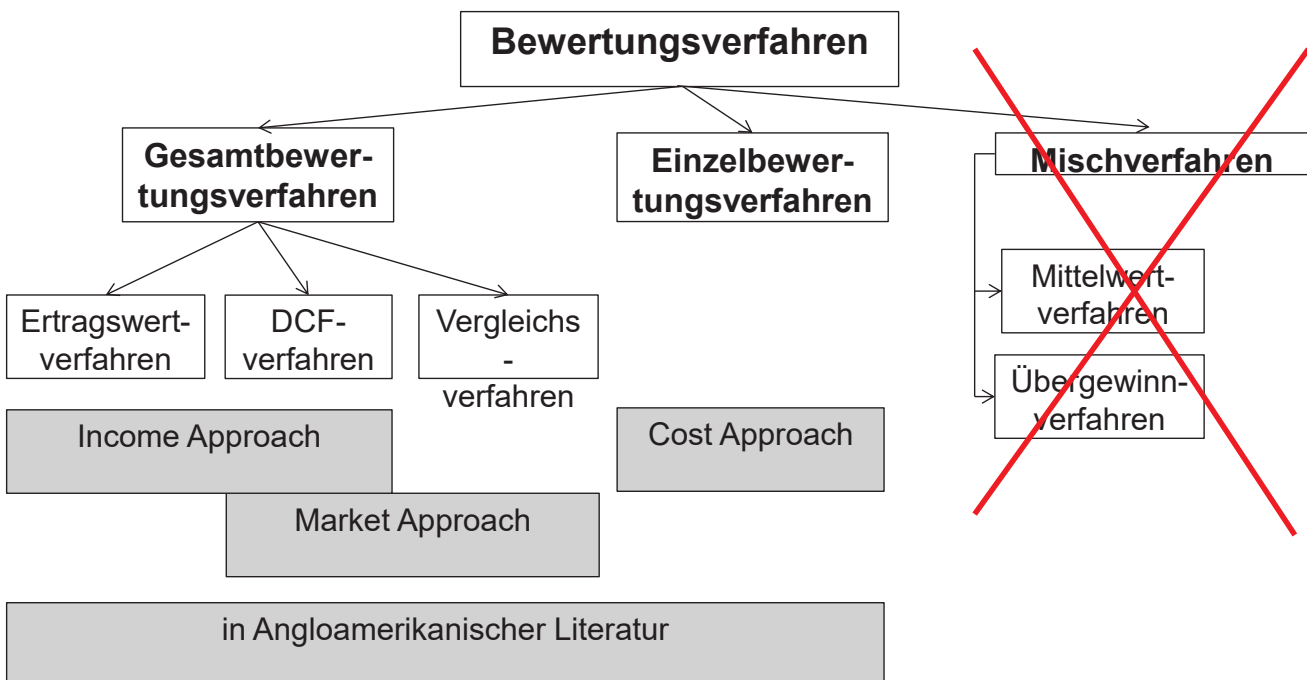
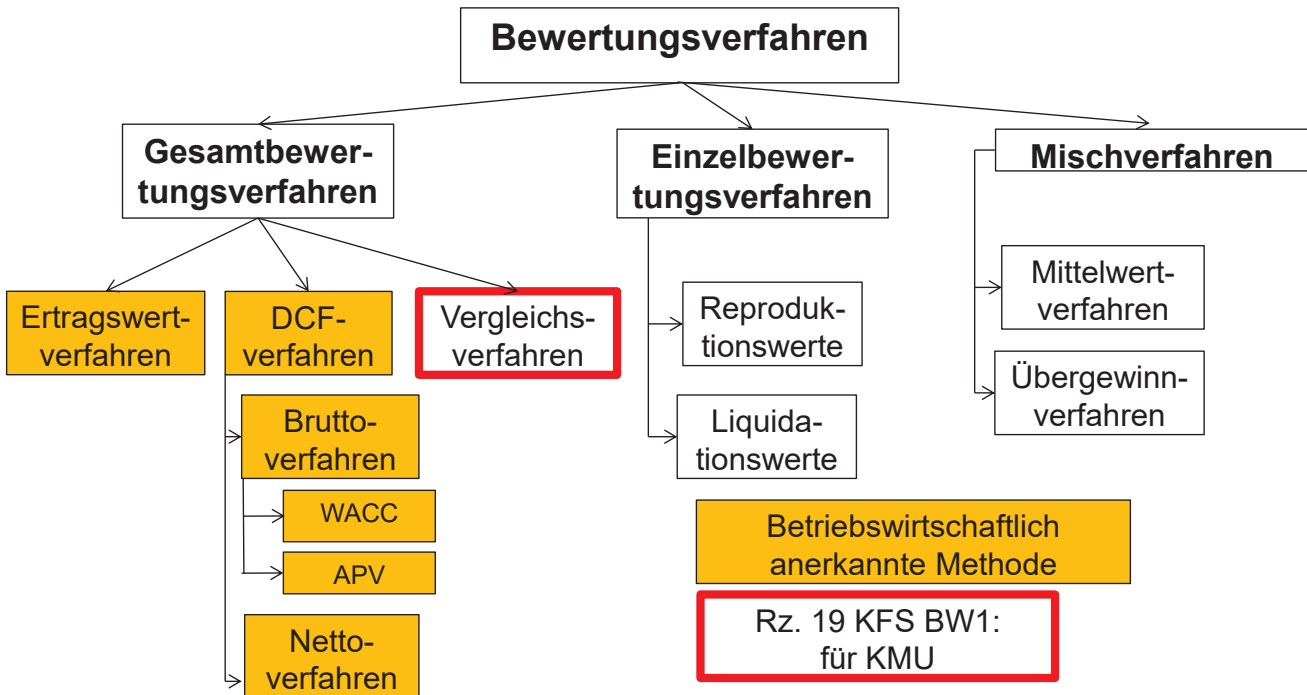
Bewertungsstichtag



46

- **Fragen zum Besprochenen?**

- **Kapitel 4:
Methodenübersicht**



- **Gesamtbewertungsverfahren**
 - der Wert des Unternehmens als **GANZES** wird ermittelt
- **Einzelbewertungsverfahren**
 - der Wert des Unternehmens ergibt sich aus dem Wert der einzelnen Wirtschaftsgüter z.Z. Firmenwert
- **Mischverfahren**
 - z.B. Wiener Verfahren für BewG

Vergleich DCF-Verf - Ertragswertverf

- **DCF-Verfahren & Ertragswert-Verfahren**
 - Wertermittlung durch Schätzung der potentiellen Ausschüttungen/Entnahmen
 - Ertrag bzw. CF im Zähler
 - Zinssatz im Nenner
- **DCF-Verfahren**
 - Theoretisch richtiger, schwieriger zu verstehen und zu berechnen
 - Basiert auf Cash-Flow-Berechnung

Übersicht DCF-Verfahren

- **Nettoverfahren (Equity Approach)**
 - Flow to Equity (FTE)
- **Bruttoverfahren (Entity Approach)**
 - Weighted-Average-Cost-of-Capital-(WACC-)Verfahren
(Berücksichtigung der Steuern im Zähler)
 - Adjusted-Present-Value-(APV)Verfahren

Unterschiede zwischen den Verfahren

- Art und Umfang der Einbeziehung von Fremdfinanzierung und der resultierenden Steuerwirkung
- Änderung der Kapitalstruktur im Bewertungskalkül

Methoden - Häufigkeit

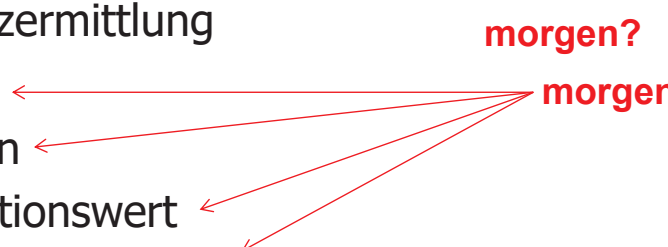
Discounted Cash-Flow-Verfahren	39,06%
Ertragswertverfahren	32,09%
Vergleichsverfahren	13,68%
Mischverfahren	9,95%
Substanzwertverfahren	4,23%
Realloptionsansätze	0,25%
Sonstige	0,74%
Gesamt	100,00%

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

Haben sie noch Fragen?

- **Kapitel 5:**
Ertragswertverfahren
Teil 1
 - **Bewertungsschritte**
 - **Vereinfachungen**
 - **Lebensdauer des Unternehmens**

Übersicht

- Bewertungsschritte
 - Vereinfachungen
 - TV - CV
 - Lebensdauer
 - Zinssatzermittlung
 - Steuer
 - Inflation
 - Liquidationswert
 - nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- morgen?**
- morgen**
- 

57

Ertragswertverfahren - Bewertungsschritte

1. Vorhaben abgrenzen ☺

- Bewertungsobjekt, -subjekt
- Bewertungsanlass, -zweck
- Stichtag
- Bewertungsmethode

2. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen *morgen*

- abgrenzen
- Erträge im Vergleichszeitraum eliminieren
- Bewerten (Ertrag, Liquidation)

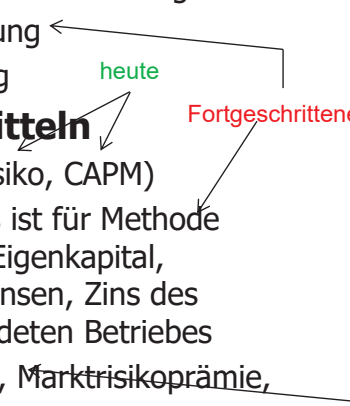
3. Ertragsituation analysieren

- Welche Unterlagen sind vorhanden
- Vergangenheit
- Branche *morgen*
- Basis Prognose oder Plausibilisierung

4. Prognose *morgen*

- Planungszeitraum
- Unternehmensentwicklung
- Szenariobildung
- Ausschüttung

5. Zinssatz ermitteln

- Methode (Risiko, CAPM)
 - Welcher Zins ist für Methode notwendig (Eigenkapital, gewogene Zinsen, Zins des (un)verschuldeten Betriebes)
 - sicherer Zins, Marktrisiko, Marktrisiko, Betafaktor
- 

6. Unternehmenswert ermitteln *Fortgeschrittene*

- Szenarien werten
- Liquidationswert als Wertuntergrenze *morgen*

7. Wert plausibilisieren

58

- **Anknüpfung an Investitionstheorie**
 - Wenn kein tatsächlicher fremdüblicher Abfluss – kalkulatorische Größe zB: Unternehmerlohn
- **Zu/Abfluss am Jahresende**
- **Ausschüttung sofort mit Jahresabschluss**
- **Zinssatz am Stichtag ist für alle Jahre maßgeblich = AXIOM**

59

Ertragswertverfahren

ein erstes Beispiel

- **Warum Diskontierung?**
 - der morgige Konsum ist mir nicht so wichtig wie der heutige.
 - Wenn ich heute darauf verzichte, dann will ich eine Belohnung dafür = Zins
- **Daher künftige Erträge auf Stichtag diskontieren**

i		8%		
q		1,08		
31.12.		2012	2013	2014
Ertrag			1.000	1.200
				1.400
t			-1	-2
BWF	q^t		0,92592593	0,85733882
BW	$CF \cdot BWF$		926	1.029
UW	ΣBW		3.066	

So viele Stellen wie gerechnet darstellen, sonst nicht nachvollziehbar

60

Ertragswertverfahren

Summenformel

- Bei gleichbleibenden Erträgen

i	8%			
q	1,08			
n	3			
31.12.	2012	2013	2014	2015
Ertrag		1.000	1.000	1.000
t		-1	-2	-3
BWF	q^t	0,9259259	0,8573388	0,7938322
BW	CF*BWF	926	857	794
UW	Σ BW	2.577		

- vereinfachend die Summenformel

$$UW = Rq^{-1} \frac{q^{-n}-1}{q^{-1}-1}$$

- Rq^{-1} Abzinsung, da endfällig
- q^{-n} q^{-1} , da Abzinsung

Ertrag	1.000
1*abgez	926
$=((q^{-n})-1)/(q^{-1}-1)$	2,78326475
UW	2.577

Ertragswertverfahren

Terminal Value

- Terminal Value, TV (= Endwert)
 - nicht verwechseln mit Continuing Value, CV
 - jener Wert den ich beim Abschluss für den Betrieb bekomme
- Beispiel Maschine ND 5 Jahre, Inflation 0

BW	2012	2013	2014	2015
Übertrag		20.000	16.000	12.000
AfA		-4.000	-4.000	-4.000
RWB	20.000	16.000	12.000	8.000

31.12.	2012	2013	2014	2015
Umsatz		5.000	5.000	5.000
AfA		-4.000	-4.000	-4.000
If Ertrag		1.000	1.000	1.000

31.12.	2012	2013	2014	2015
Veräußerungserl				8.000
RBW				8.000
Gewinn				0

in Substanzwert

Ertragswertverfahren

Terminal Value 2

- **Es wird daher nur der Veräußerungserlös (abz. Kosten) berücksichtigt**

31.12.	2013	2014	2015
If Ertrag	1.000	1.000	1.000
TV			8.000
Basis	1.000	1.000	9.000
t	-1	-2	-3
BWF	0,92592593	0,85733882	0,79383224
BW	926	857	7.144
Ertragswert	8.927		

- **Der Unternehmenswert ergibt sich aus dem Ertragswert mindestens Liquidationswert**

Ertragswert	8.927
Liquidationswert	20.000
Unternehmenswert	20.000

Ertragswertverfahren

Continuing Value

- Eine Maschine hat eine begrenzte Nutzungsdauer, niemand gibt aber das Unternehmen auf, nur weil eine Maschine nicht mehr funktioniert.
- In der Unternehmensbewertung ist daher **begrenzt Nutzungsdauer die Ausnahme**.
- Wenn der Betriebsinhaber in Pension geht, kommt ein anderer.
- Kundenfluktuation wird berücksichtigt, aber das Unternehmen geht weiter
- Garumstände aus Pompei liefern noch heute Ertrag? - Berechtigter Einwand?

Ertragswertverfahren

Continuing Value 2

- Nach dem Detailplanungszeitraum
- wird bei Erreichen eines eingeschwungenen Zustandes (= AfA=Investition)
- eine Ewige Rente angenommen
= 2 Phasenmodell

31.12.	2013	2014	2015	2016
Umsatz	5.000	5.000	5.000	5.000
AfA	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000
If Ertrag	1.000	1.000	1.000	1.000
/i				0,08
RBW				
Basis	1.000	1.000	1.000	12.500
t	-1	-2	-3	-3
BWF	0,92592593	0,85733882	0,79383224	0,79383224
BW	926	857	794	9.923
Ertragswert	12.500			

!!!!

79,38%!!!

65

Kontrolle: $1.000/0,08=12.500$

Ertragswertverfahren - Lebensdauer

• unbeschränkt

- Regelfall, Rz. 97 BW1
- realistisch?
- $UW = \frac{E}{i} + NBN$

UW = Unternehmenswert

E_t = Ertrag der Periode t

i = Zinssatz

q = 1+i

NBN = nicht betriebsnotwendiges Vermögen

n = Unternehmensdauer

TV = terminal value, Liquidationswert

• beschränkt

- nur wenn Hinweis, Rz. 98 BW1
- schwerer zu rechnen wegen TV
- $UW = \sum_{t=0}^n E_t q^{-t} + TV q^{-n} + NBN$
- $UW = E_t \frac{q^{-n}-1}{q^{-1}-1} + TV q^{-n} + NBN$

66

- **unbegrenzt**

- Plausibilität der Annahme
- Großteil des Ertrages aus der ewigen Rente
- + leichter zu rechnen
- + bei normalen Zinssatz schnelle Näherung

- **begrenzt**

- + Plausibel
- Schätzung Lebensdauer
- Schätzung TV,
(Multiplikator?)

Barwertbeiträge einer ewigen Rente

	Zinssatz	
	5%	10%
1-30 Jahre	76,86%	94,27%
1-60 Jahre	94,65%	99,67%
1-100 Jahre	99,24%	99,99%

Haben sie noch Fragen?

Mag. Peter Hager

Unternehmensbewertung

Basisseminar für die GBP

2. Tag

Datum: Frühjahr 2016

Rückblick 1. Tag

- **Vorstellung**
- **Wozu & Welche**
 - Wozu Unternehmensbewertung
 - Welche Werte
- **Hilfsmittel:**
 - Mathematik, Fachgutachten & Stellungnahme, Literatur
- **Grundbegriffe**
 - Bewertungsobjekt, -subjekt, etc. Gutachten
- **Methodenübersicht**
- **Ertragswertverfahren**
 - Bewertungsschritte
 - Methodische Erläuterung
 - ein einfaches Beispiel

Fragen zum gestrigen Tag?

2. Tag

- **Ertragswertverfahren**
 - Zinssatz
 - Steuer
 - Inflation
 - Muster & Beispiel
- **Mehrphasenmodell**
- **Vergangenheitsanalyse**
- **Prognose**

• **Kapitel 6:** **Ertragswertverfahren** **Teil 1**

- **Unsicherheit - Risiko**
- **Zinssatzermittlung**
- **Steuer**
- **Inflation**

Eine Prognose ist dann besonders schwer, wenn sie die Zukunft betrifft (Mark Twain)

- Unsicherheit – Ungewissheit – Risiko
- Risikoäquivalenz
 - **Sicherheitsmethode**
wie viel muss unsicherer Ertrag reduziert werden um dem sicheren zu entsprechen – kaum angewandt
 - **Riskozuschlagsmethode**
durch Zu-/Abschläge im Zinssatz wird Risiko berücksichtigt
- Szenarioanalyse
 - wenn unterschiedliche Entwicklungen mit absolut gegensätzlichen Auswirkungen bestehen

Unterlage 10 Risiko

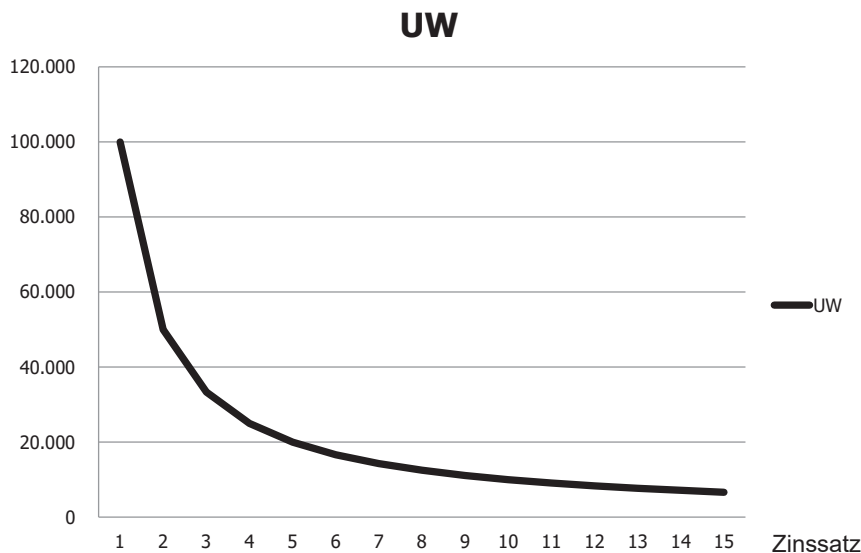
5

- **Zinssatz als Werttreiber**
- **Zwei grundsätzliche Modelle zur Ermittlung**
 - **individuelle Zu-/Abschläge**
 - **Marktorientiert**
 - CAPM -
 - ua
- **Zusatzprobleme**
 - **Inflation**
 - **Steuer**

6

- **Zinssatz als Werttreiber**

- Unternehmenswert & Zinssatz



- **Wenn Zinssatz sinkt – steigt Unternehmenswert**
- **Der Unternehmenswert steigt daher:**
 - das Risiko sinkt
 - der Basiszins sinkt
 - Inflation berücksichtigt wird (mindert Zins)
- **Steueränderung hat keine Auswirkung**
 - Ertragsminderung – Zinsminderung gleicht sich aus
 - Ausnahme Taxshield in DCF (im Fortgeschritten-Kurs)

Ertragswertverfahren Zinssatz - individuell

- **Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**
- **Vergleichbarkeit durch Zu-/Abschläge**
 - Geldwertänderung (nur bei Realrechnungen)
 - Wachstumsabschlag bei CV? $FW=R/(i-g)$
 - Unternehmerrisiko (20-100% Basiszins)
 - Unterschiedliche Mobilität (0-20%)
 - (Persönliche Haftung)

seit BW 1 (2006) nicht zulässig

Ertragswertverfahren Zinssatz - individuell

• Problem der Reihenfolge

	StB
Sekundärmarktrendite	3,10%
Fungibilitätszuschlag	0,62%
URisiko allg	3,10%
ZS	6,82%
KESt	-1,71%
ZS	5,12%
Inflation	-2,90%
Gesamt	2,22%

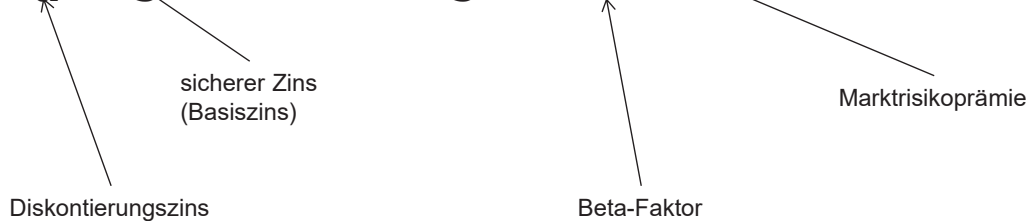
	BP
Sekundärmarktrendite	3,10%
Fungibilitätszuschlag	0,62%
URisiko allg	3,10%
Inflation	-2,90%
ZS	3,92%
KESt	-0,98%
Gesamt	2,94%

seit BW 1 (2006) nicht zulässig

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

- Umstritten – aber unersetzlich
- **Diskontierungszinssatz** (aus Kapitalmarkt)

$$i_u = i_s + RZ = i_s + \beta * MRP$$



Capital Asset Pricing Model (CAPM)

- **Basiszins**
 - altes Gutachten (BW 1(2006)):
 - Emissionsrendite Bund (www.oenb.at)
 - oder Zinskurve (www.basiszinskurve.de) (KWT für Mitglieder)
 - neues Gutachten (BW 1-2014): Zinskurve
 - Emissionsrendite nicht zulässig (bis 2008 gute Näherung)
- **Risikozuschlag:**
 - Marktrisikoprämie (MRP)
 - Beta-Faktor

Marktrisikoprämie (MRP)

- **Empfehlung AG UBW**
 - nicht regelmäßig,
 - lt. Rz. 105 BW 1 anzuwenden
- **Damodaran:**
 - jährlich

11.12.2006	4,5-5%
17.1.2012	4,5-5,5%
18.6.2012	-
4. 10. 2012	5,5-7,0%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Austria	5,51%	5,51%	4,51%	4,82%	4,84%	4,80%	4,91%	4,79%
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Austria	5,00%	4,50%	5,00%	6,00%	5,80%	5,42%	5,75%	6,16%

Beta-Faktor

- **Maß für das Risiko eines Unternehmens**
 - $\beta > 1$ Wertpapier hat höheres Risiko als der Markt
 - $\beta = 1$ Risiko entspricht dem Marktportfolio
 - $0 < \beta < 1$ Wertpapier ist sicherer als der Markt
 - $\beta = 0$ risikofreie Veranlagung
- **Ermittlung:**
 - Peer-Group
 - Branchen-Beta-Faktor
 - [Aschauer ua](#) RWZ 2014/53
 - [Damodaran](#)

Beta-Faktor (FS)

- Arten

- raw ← steht nicht in der fertigen Tabelle
- adjusted (geglättet) = **levered** (bei Damodaran: Average Beta) steht in der Tabelle
- unlevered Beta, des schuldenfreien Unternehmens
- relevered Beta, mit den Schulden des konkreten Betriebes

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

selber rechnen

$$\beta_v = \beta_u \left[1 + (1-s) \frac{FK^*}{EK^*} \right]$$

Beta-Faktor (FS)

- Was wofür?

- **Ertragswertverfahren** - relevered (adjustet nur Näherung,)
- **FTE-Verfahren** relevered
- **WACC-Verfahren** - relevered
- **APV-Verfahren** - unlevered

Arten

- **Ertragsteuer**
 - Unternehmensteuer
 - persönliche Ertragsteuer
- **Transaktionsbedingte Steuern**
 - bleiben bei obj. UW außer Ansatz
 - zB: Veräußerungsgewinn
 - zusätzliche AfA
 - ImmoESt
- **USt idR keine Auswirkung**

- **Der richtigste Wert ist der Nettozufluss an den Gesellschafter**
 - daher Unternehmensteuer & persönliche Ertragsteuer abziehen
- **Problem**
 - Welcher Steuersatz bei Personengesellschaften
 - Kapitalwertorientierte Berechnung = CAPM ergibt Zins vor persönlicher Ertragsteuer, nach Steuer keine gesicherten Werte

- **Auslassen Steuer kein Problem**
 - Ewige Rente & Kapitalgesellschaft & (kein Wachstum!)
- **Auslassen Steuer => falsches Ergebnis bei**
 - Ewiger Rente mit Wachstum
 - Zeitrente
 - Einzelunternehmen
 - Personengesellschaft
- **Achtung:**
 1. CAPM = Zins nach KöSt, vor pers. Ertragsteuer
 2. Vereinfachung immer im Zähler & Nenner

$$UW = \frac{E}{i} = \frac{E * (1 - s_{köst})}{i * (1 - s_{köst})} = \frac{E * (1 - s_{köst}) * (1 - s_{kest})}{i * (1 - s_{köst}) * (1 - s_{kest})}$$

Vereinfachung :

- **Kapitalgesellschaft (Rz. 84 Bw1)**
 - Bewertung vor Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuer.
- **Einzelunternehmen & Personengesellschaften**
 - als Kapitalgesellschaft bewerten
 - d. h. mit Abzug von fiktiver KöSt u. KEST
 - vereinfachend fiktiver KöSt

- **Im Detailplanungszeitraum:**
 - **Nur bei Realrechnung berücksichtigen**
(tatsächliche Menge x Preis im Stichtag)
 - **Nicht bei Nominalrechnung**
(tatsächliche Menge x Preis im jeweiligen Jahr)
- **Bei ewiger Rente wird oft Wachstum behauptet**
 - Überprüfen, ob Preis weiter gegeben werden kann
(Inflationsbedingtes Wachstum)
 - Bei Mengenwachstum ist Gewinnthesaurierung = Minderung
Ausschüttung notwendig => Reduzierung Wert
 - **$UW = R / (i - g)$**

- Link zu Datenbasis
- Keine Garantie auf Richtigkeit
- 95% der Unternehmensbewertung ist „Suchen und Analysieren“ den Rest macht der Taschenrechner
- Wer keine Ahnung von UBW hat, kann mit Musterlösung nichts vernünftiges anfangen –
daher bitte nicht weitergeben
- Wenn Fehler bekannt werden – **bitte bekanntgeben**

Ertragswertverfahren- Musterdatei



BMF

BUNDESMINISTERIUM
FÜR FINANZEN

Nach St.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ab 2015
BE		1.115,0	1.175,0	1.550,0	1.560,0	1.415,0	1.415,0
FE		-160,2	-152,1	-150,0	-180,6	-173,4	-173,4
GvSt		954,8	1.022,9	1.400,0	1.379,4	1.241,6	1.241,6
St		-238,7	-255,7	-350,0	-344,9	-310,4	-310,4
GnSt		716,1	767,2	1.050,0	1.034,6	931,2	931,2
KESt		-179,0	-191,8	-262,5	-258,6	-232,8	-232,8
nto Ausschütt		537,1	575,4	787,5	775,9	698,4	698,4

Kapitalgesellschaft, Stichtag 31.12.09
KFZ-Handel



BMF

BUNDESMINISTERIUM
FÜR FINANZEN

Haben sie noch Fragen?

- **Kapitel 7:
Liquidationswert – nicht
betriebsnotwendiges
Vermögen**

Ertragswertverfahren – Liquidationswert

- **Unternehmenswert entspricht**
 - dem Ertragswert mindestens dem Liquidationswert.
- **nicht betriebsnotwendige Vermögen**
 - wird mit dem Liquidationswert angesetzt, außer der zu erwartende Ertragswert ist höher.

Ermittlung (Schätzung)

- Buchwerte AV/UV
- + Zuschläge stille Reserven (VKW)
- **= Wert Aktiva**
- Verbindlichkeiten
- + allfällige Zuschläge für vorzeitige Tilgung
- Rückstellungen
- + Erhöhung wegen sofortiger Tilgung
- **= Wert Abzüge**
- **= geschätzter Nettoerlös**
- - allfällige Kosten
- - Steuer (Erlös-Buchwert EK) zZ allfälliger Berichtigungen verst. RL
- **= Liquidationsüberschuss**

- **Ermittlung (FS)**
- **Liquidationsüberschuss muss ev. abgezinst werden**
- **längere Liquidationsdauer**
 - bei umfangreichen Vermögen
 - Vermögen nicht marktgängig

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Rz. 25-26 BW 1

- **Abgrenzung funktional**
 - (Indiz Wert, Risiko)
- **Beispiele:**
 - gewillkürtes Betriebsvermögen
 - Überliquidität
 - Beteiligung
- **Bewertung**
 - Liquidationsüberschuss
 - Ertragswert (eigene Berechnung)
- **Bewertung Unternehmen wie es steht**
- **Hinweis:**
wird gerne manipuliert

29

Haben sie noch Fragen?

30

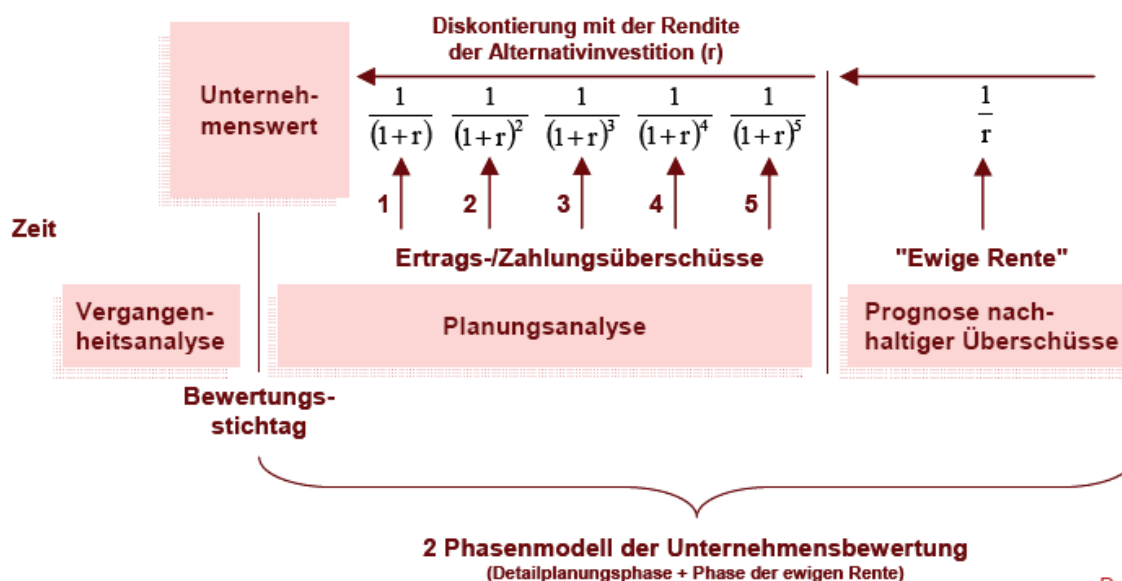
- **Kapitel 8: Prognose**
 - **Mehrphasenmodell**
 - **Planung**
 - **Schätzung**

Analyse - Prognose

Überblick

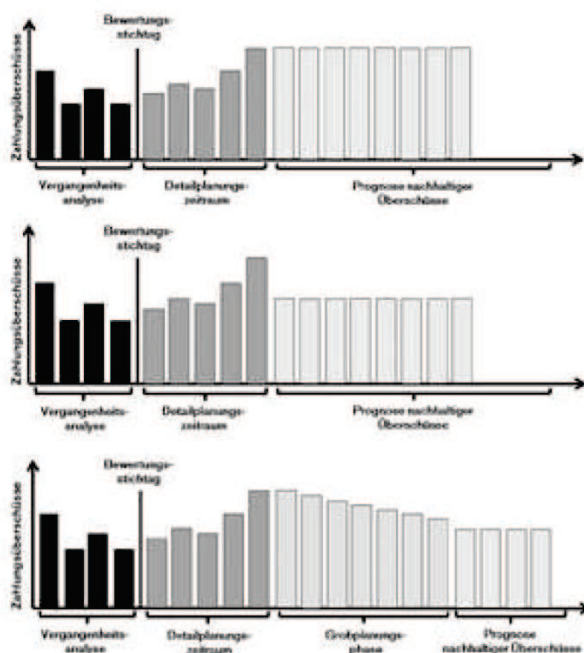
- **Schon erledigt**
 - Begriff – Wert & Preis 😊
 - Bewertungselemente 😊
 - Unternehmensbewertungsmethoden 😊
 - Ertragswertmethode 😊
- **nn erledigt** 😞
 - Mehrphasenmodell
 - Woher nimmt man die Daten für die Bewertung
 - Prognose – Planung
 - Schätzung
 - Beurteilung der Sinnhaftigkeit eines Gutachten
= Plausibilisierung

Analyse - Prognose Mehrphasenmodell



Quelle: Vojta, UBW Sbg 2012

Analyse - Prognose Mehrphasenmodell



Schlechte Praxis (Häckchen)

bisherige Praxis (Mittelwert)

Empfehlung (Grobplanung)

aus: Purtscher / Sylle: RWZ 2015/48

- **Begründung**
 - nähere Zeiträume können leichter beurteilt werden
- **Phasen**
 - Detailplanungsphase
 - 3-5 Jahre
 - Planung Unternehmen
 - Grobplanungsphase
 - wenn kein eingeschwungener Zustand
 - Ableitung aus Detailplanungsphase
 - Ewige Rente (CV)
 - Diskontierung auf den Bewertungsstichtag E^{-t} , obwohl CF $t + 1$
 - Cash-Flows aus nachhaltiger Gewinngröße ableiten!
- **Eingeschwungener Zustand (stady state)**
 - AfA = Investition
- **Kritik:**
 - 70-90% des Unternehmenswert stammen aus ewiger Rente

Prognose

- **Eine Prognose ist dann besonders schwer, wenn sie die Zukunft betrifft**
(Mark Twain?)
- **Man kann nicht vorausschauen, aber vorausschauend planen**
(Werbeslogan Bank Austria)
- Planung (planvoll)
- Prognose (wissenschaftlich)

Planung im Gutachten

- **Einmalige Planungen** können an der Realität vorbeigehen, **laufende Planungen** werden meist nach Abschluss des Planungszeitraumes kontrolliert
- Laufende Planungen können dem **Bewertungsobjekt nicht entsprechen** (Betrieb statt Teilbetrieb)
- Bei laufenden Planungen kann überprüft werden inwieweit **frühere Planungen eingetreten** sind.
- Planungen des Unternehmens **fehlt** oft das **betriebswirtschaftliche Wissen**
- Planungen des Gutachters gehen an der **Unternehmensrealität** vorbei

- **Erstellung Planung**
 - Unternehmen
 - Gutachter
- **Was in die Wertfindung einfließt muss geplant sein**
=> integrierte Planung (auch bei EAR!)
- **Planung nachvollziehbar und schlüssig**
- **Plausibilisierung darstellen**
- **Grundsätze ordnungsmäßiger Planung**
- **Beteiligung und Genehmigung Planung**

• Gutachter hat Plausibilität darzustellen

- formelle Plausibilität

- Überprüfung der rechnerischen Richtigkeit der Planungsrechnung,
- Widerspruchsfreiheit des Gesamtplans in sich und in
- Bezug auf die Detailpläne und das
- Entstehen des Plans.

- materielle Plausibilität (sind Planergebnisse plausibel)

- Kontrolle Planungsannahmen auf Plausibilität, Schlüssigkeit, Widerspruchsfreiheit und Vollständigkeit der Konsequenzen.
- Hilfsmittel:
 - Vergangenheitsanalyse
 - Branchen- und Marktuntersuchungen.
- Die **Güte der früheren Planungen** kann als Maßstab für die Qualität der aktuellen Planung herangezogen werden.

Grundsätze ordnungsmäßiger Planung

• Vollständigkeit

alle relevanten Sachverhalte sollen berücksichtigt werden

• Wesentlichkeit und Angemessenheit

nur Informationen und Sachverhalte einbeziehen, die zur Darstellung der voraussichtlichen Unternehmensentwicklung aufgrund ihrer Tragweite oder ihres Betrages bedeutsam sind

• Folgerichtigkeit

sachlich korrekte Darstellung der Ausgangssituation, plausible Prämissen und konsistente Annahmen, rechnerische und sachliche Fortentwicklung der Folgerungen hieraus

• Dokumentation

zur Nachprüfbarkeit der Ordnungsmäßigkeit der Planung, Nachvollziehbarkeit für sachverständigen Dritten

Grundsätze ordnungsmäßiger Planung (FS)

- **Transparenz**

- klar definierte und einheitlich verwendete Begriffe; nachvollziehbare Erwartungswerte
- Ungewissheit künftiger Daten: rollierende Planung, Alternativplanung, flexible Planung (worstcase, normalcase, bestcase)
- Zur Einschätzung möglicher Planabweichungen: Chancen, Gefahren und Ursachen benennen und quantifizieren

- **Planungsprinzipien und Partizipation**

- Top-down-Planung, Bottom-up-Planung, Gegenstromverfahren ;
- Partizipation der betroffenen Führungsebenen

- **Planungsprozess**

- Anregungsphase (Ziele festlegen, Informationen sammeln, Analysen durchführen)
- Suchphase (Lösungsmöglichkeiten zur Realisation der Ziele aufzeigen)
- Entscheidungsphase (Festlegung endgültiger Ziele und Maßnahmen

41

Hinweise

- **Nur eine Gesamtplanung kann Zusammenhänge darstellen**

- zB Umsatzsteigerung erfordert Investitionen
- Investitionen erfordern Kapital
- Kapitalaufnahmen bedingen Zinszahlungen und Tilgungen
- Auswirkungen auch in Folgeperiode

- **Meist wird ausgehend vom Umsatz geplant**

- Umsatzabhängige Faktoren (WES) leicht berechenbar
- andere werden oft vergessen

- **Kennzahlen helfen beim Plausibilisieren**

- **Negatives Eigenkapital hat ungeplante Auswirkungen**

- Oft werden Ausschüttungsbeschränkungen missachtet
- negatives Eigenkapital, Vollausschüttung und keine Zinsen
- Überschuldung aber positives Ziel-Eigenkapital
- negatives Eigenkapital aber jedes Jahr eine fette Ausschüttung
- höhere Zinssätze als unverschuldete Betriebe (vgl. CAPM)

42

Beteiligung und Genehmigung

- **In Großbetrieben werden Planungen nicht nur vom Controller erstellt**
 - Top-Down oder Bottom up (selten)
 - Betroffene Stellen sind einbezogen
 - alles andere ist zu hinterfragen!
- **In Großbetrieben wird die Planung oft nicht nur vom Vorstand/GF genehmigt**
 - Aufsichtsrat
 - Konzernmutter
 - Konzernplan
- **Wer plant, will auch ein Ergebnis wissen**
 - Soll-Ist-Vergleich publiziert
 - Erfolgsprämien sind erfolgsabhängig
 - Soll-Ist-Vergleich wird gelegentlich im Internet veröffentlicht

Hinweise Prognose

- **Kalkulatorische Kosten**
 - zB Unternehmerlohn (Quelle?) (Großbetriebe idR angestellt oder freier Dienstvertrag)
 - unentgeltliche Leistung
- **Ausgleich persönliche Leistung**
- **kein Vorsichtsprinzip, aber Ertrag muss wahrscheinlich sein**
- **Spezialproblem negatives Eigenkapital**

Spezialproblem negatives Eigenkapital

- Häufig wird dieses vom Unternehmenswert abgezogen
- richtig: **Ertrag \neq Ausschüttung**
- daher besser DCF-Verfahren
- Nicht vergessen negatives Eigenkapital meist mit **hohen FK-Zinsen** verbunden
- Fehler bei DCF-Verfahren:
negatives EK, Vollausschüttung u. positives Zielkapital

Planung – Schätzung Finanzamt

- **je weniger Unterlagen** vorgelegt werden, umso ungenauer sind Schätzungen
- **je weniger der Stpfl. mitarbeitet**, umso ungenauer wird eine Schätzung ausfallen – sein Pech
- Finanzamt kann Firmenplanung nicht kennen – **Mitwirkungsverpflichtung Stpfl.**
- Schätzung ist **keine Strafe**
- Schätzung muss **nachvollziehbar** sein
- Schätzung darf **nicht den Denkgesetzen** widersprechen

Schätzung Unternehmenswert durch Finanzamt 1

- **Schätzung gemeiner Wert für Tausch (StB: Wr. Verfahren)**

Bilanz	2011	2012	2013
Imat. Verm.	110.142	81.200	60.835
Sachanl.	233.564	239.216	231.260
Finanzanl	25.856	4.637	3.383
AV	369.562	325.053	295.478
Vorräte	105.653	98.286	88.605
LF	169.596	173.831	171.966
so Ford	46.793	52.709	56.508
Kassa/Bank	7.718	18.372	66.933
UV	329.760	343.198	384.012
ARA			
Aktiva	699.322	668.251	679.490
	2011	2012	2013
EK	297.029	322.284	374.082
RSt	29.255	39.232	31.550
Bank	155.750	96.515	70.280
LV	66.526	61.921	59.847
so Verb	150.763	148.299	143.731
Passiva	699.323	668.251	679.490

Schätzung Unternehmenswert durch Finanzamt 1

GVR	2011	2012	2013
Erlös	1.048.061	1.056.922	1.052.349
so. Ertrag	36.168	14.280	16.561
Betriebsleistung	1.084.229	1.071.202	1.068.910
Umsatzkosten	-695.095	-687.913	-661.431
so. Aufwand	-326.850	-320.484	-305.984
BE	62.284	62.805	101.495
Zinsertrag	1.195	593	925
Zinsaufwand	-7.106	-10.542	-8.119
Finanzergebnis	-5.911	-9.949	-7.194
EGT	56.373	52.856	94.301
Steuer	-13.969	-18.766	-20.688
JÜ	42.404	34.090	73.613
Dot RL			
Aufl RL			
Bil Gew	42.404	34.090	73.613

Schätzung Unternehmenswert durch Finanzamt 1

GVR	2011	2012	2013
Erlös	1.048.061	1.056.922	1.052.349
so. Ertrag	36.168	14.280	16.561
Betriebsleistung	1.084.229	1.071.202	1.068.910
Umsatzkosten	-695.095	-687.913	-661.431
so. Aufwand	-326.850	-320.484	-305.984
BE	62.284	62.805	101.495
Zinsertrag	1.195	593	925
Zinsaufwand	-7.106	-10.542	-8.119
Finanzergebnis	-5.911	-9.949	-7.194
EGT	56.373	52.856	94.301
Steuer	-13.969	-18.766	-20.688
JÜ	42.404	34.090	73.613
Dot RL			
Aufl RL			
Bil Gew	42.404	34.090	73.613

Schätzung Unternehmenswert durch Finanzamt 1

Änderung VJ	2012	2013	Mittelwert
Erlös	0,85%	-0,43%	0,21%
so. Ertrag	-60,52%	15,97%	-22,28%
Umsatzkosten	-1,03%	-3,85%	-2,44%
so. Aufwand	-1,95%	-4,52%	-3,24%
BE	0,84%	61,60%	31,22%
Zinsaufwand	48,35%	-22,98%	12,69%
EGT	-6,24%	78,41%	36,09%
Steuer	34,34%	10,24%	22,29%
Bil Gew	-19,61%	115,94%	48,17%

← gleichbleibend

← steigend

% Umsatz	2011	2012	2013	Mittelwert
Erlös	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
so. Ertrag	3,45%	1,35%	1,57%	2,12%
Umsatzkosten	-66,32%	-65,09%	-62,85%	-64,75%
so. Aufwand	-31,19%	-30,32%	-29,08%	-30,20%
BE	5,94%	5,94%	9,64%	7,17%
Zinsertrag	0,11%	0,06%	0,09%	0,09%
Zinsaufwand	-0,68%	-1,00%	-0,77%	-0,82%
EGT	5,38%	5,00%	8,96%	6,45%
Steuer	-1,33%	-1,78%	-1,97%	-1,69%
Dot RL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aufl RL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bil Gew	4,05%	3,23%	7,00%	4,76%

Schätzung Unternehmenswert durch Finanzamt 1

Umsatz		1.052.349,00
davon		
BE	7,17%	75.489,00
Zins	-0,82%	-8.594,00
EGT		66.895,00
-KSt	-25,00%	-16.724,00
Basis ER		50.171,00
/ Zinssatz		8,20%
Ertragswert		611.841,00
NBN		66.933,06
UW		678.774,06

laut Wr. Verfahren ca 422.000

Haben sie noch Fragen?

- **Kapitel 9: Planung - Plausibilisierung**
- **Vergangenheitsanalyse**
- **Markt- Branchenanalyse**
 - Branchendaten
 - Portermodell
 - SWOT-Analyse

Hilfsmittel Vergangenheitsanalyse

Rz. 55f

- **Basis für**
 - Prognose und
 - Kontrolle Gutachten
- **Datenquelle**
 - wenn möglich UGB-Jahresabschluss
 - Sonst Steuerbilanz, EAR, IAS, GAAP
- **Zeitraum 3-5 Jahre**
- **Produktzyklus beachten**
- ***Je genauer - umso zeitaufwendiger***

Bereinigung Jahresabschlüsse

1. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

- Gewillkürtes BV, Privatvermögen
- Überbestände zB Überliquidität

2. Nicht periodengerechter Erfolgsausweis

3. Bilanzierungswahlrechte

4. Opportunitätskosten

- Unternehmerlohn
- Privatvermögen nicht aktiviert

5. personenbezogene Erfolgsfaktoren

6. Folgeänderungen

55

• Strukturtabellen (innerer BV)

• Änderungstabelle (+/-% VJ)

• Kennzahlenanalyse

- RAK (Umsatz / WES)
- Verschuldensgrad (FK/EK)
- Umschlagshäufigkeit Debitoren, (Umsatzerlös (bto) / ϕ LF)
- Umschlagshäufigkeit Kreditoren, (WEinkauf (bto) / ϕ LVerb)
- Umschlagshäufigkeit Vorräte, (WES / ϕ HW-Vorräte)
- Liquiditätsanalyse zB Entschuldungsdauer (FK-monetäres UV)/CF aus lf Geschäftstätigkeit (Maßstab f Fortbestehensprognose)

56

- **Vergleichbarkeit**
 - Analysieren, ob zwischen Vergangenheit und Zukunft Unterschiede auftreten
 - Sind Unterschiede relevant?
 - Hat Vergangenheitsanalyse noch Bedeutung für Zukunft
- **Dabei Mitwirkungsverpflichtung Stpfl. erforderlich!**

- **Dient der Analyse des Umfeldes**
- Man muss sich die Frage stellen – Warum wächst das Unternehmen mehr als die Branche. Welche Aufwendungen für Forschung, Werbung etc sind dafür verantwortlich? Sind diese tatsächlich höher als bei der Konkurrenz?
- **Hilft Planung zu plausibilisieren**
- **Einfachstes Hilfsmittel:**
 - Zeitung lesen
 - [Kennzahlenvergleiche bei ÖNB](#)
- **Betriebswirtschaftliche Hilfsmittel**
 - Portermodell
 - SWOT-Analyse
 - Strategieanalyse

Portermodell

Deckt potentielle Risiken und Chancen auf

- 1. Welche Macht haben Kunden?**
- 2. Welche Macht haben Lieferanten?**
- 3. Welche Macht haben Konkurrenten?**
 - aktuelle und potentielle
- 4. Welche Gefahr droht von Ersatzprodukten**

SWOT-Analyse

Stellt Risiken und Chancen & Stärken und Schwächen in Beziehung

- S (Strength = Stärken und besondere Fähigkeiten des Unternehmens)
 W (Weakness = Schwächen und Defizite des Unternehmens)
 O (Opportunities = Chancen die sich für das Unternehmen daraus ergeben)
 T (Threats = Bedrohungen für die Unternehmensposition im Markt)

		Makro- und Branchenumwelt	
		Chancen	Risiken
Ressourcen und Fähigkeiten	Stärken	Haben wir die Stärken um Chancen zu nutzen?	Haben wir die Stärken um Risiken zu bewältigen?
	Schwächen	Welche Chancen verpassen wir wegen unserer Schwächen	Welchen Risiken sind wir infolge unserer Schwächen ausgesetzt?



Haben sie noch Fragen?



- **Kapitel 10: Ergebnis-
Plausibilisierung**

- **Andere Methode anwenden**
 - zB Multiplikator
- Vergleichbare Transaktionen vorhanden?
- Überlegen wie viele Jahresgewinne/-ausschüttungen sind zum Bezahlen notwendig
- **Überschlag**
 - 5%: $UW = \text{Jahresgewinn} * 20$
 - 10%: $UW = \text{Jahresgewinn} * 10$
 - 20%: $UW = \text{Jahresgewinn} * 5$

- Objektivierete Unternehmenswerte **zwingend zu plausibilisieren** (Rz. 17)
- **Methoden**
 - Multiplikatorverfahren
 - Börsenkurswerte
 - Transaktionspreise zu
- **wesentliche Abweichungen**
 - sind zu analysieren
 - die Plausibilität des Ergebnisses würdigen

- **Grundgedanke Multiplikator (Vergleichswertmethode)**

- Aus bekanntem Wert vergleichbarer Unternehmen wird durch
- Vergleich einer Ergebnisgröße auf den
- Wert des zu bewertenden Unternehmens geschlossen

- $$\frac{Wert_{VerglUnt}}{Refgr_{VerglUnt}} = Mult_{VerglUnt}$$

- $$Mult_{VerglUnt} * Refgr_{VerglUnt} = Wert_{BewObj}$$

- **maßgeblicher Wert**

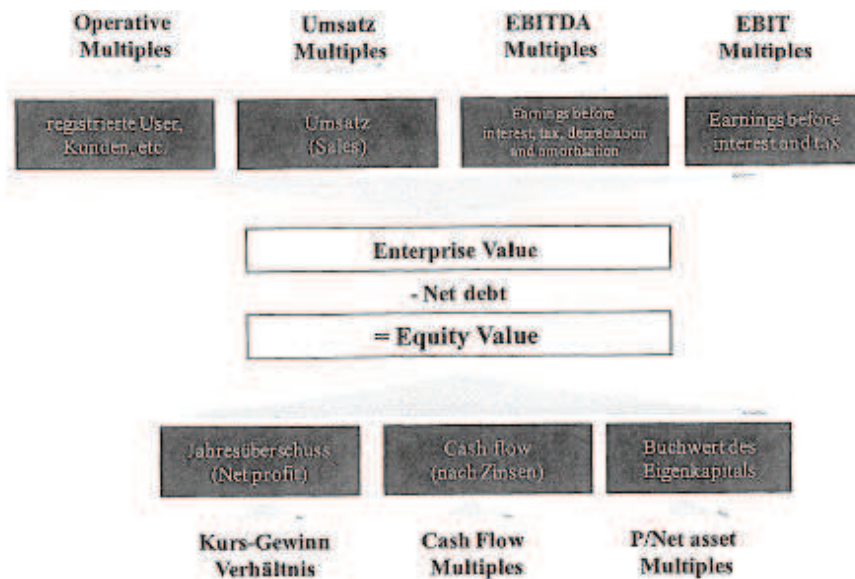
- Unternehmenswert (Enterprise, Equity Value)
- Wert des Eigenkapitals (Entity Value)

$$Wert_{Eigenkapital} = Wert_{Unternehmen} - Wert_{Fremdkapital}$$

- **Vergleichsgrößen (zB)**

- Umsatz
- EBITDA
- EBIT
- Gewinn

- **Gängige Multiplikatoren**



Aus Purtscher (2010)

- **Arten Referenz-Größe**
 - Vergangenheitsdaten (Trailing-Multiple)
 - Zukunftsdaten (Forward-Multiple)
- **Quelle Unternehmenswert Vergleichsunternehmen**
 - Börsenkurse
 - Transaktionen

- **Ermittlung Multiplikator**

- Vergleichsgruppe (Peer Group)
- Branchen-Multiplikatoren
 - Aschauer ua in RWZ 2014/60
 - [Damodaran](#) (Data\ Current/Archived Data\ Multiple)
 - Grbenic in SWK 2015, 517, 571

—Erfahrungssätze

Haben sie noch Fragen?

• Rückblick und Vorschau

71

Rückblick und Vorschau

• **Schon erledigt** 😊

- Begriff – Wert & Preis
- Bewertungselemente
- Unternehmensbewertungsmethoden
- Ertragswertmethode
- Mehrphasenmodell
- Woher nimmt man die Daten für die Bewertung
- Beurteilung der Sinnhaftigkeit eines Gutachten

72

- **offene Fragen** 😞
 - Heute
 - Per Mail oder Telefon
 - Nachschauen
Fachliteratur, Wissensplattform
- **Für Fortgeschrittene** 😊
 - Cash-Flow-Ermittlung
 - DCF-Methoden
 - WACC
 - echte & unechte Synergieeffekte
 - **Schulung Fortgeschrittene ab 2017 auf BFA**
 - **(Auffrischung geplant)**

**Viel Vergnügen in der Praxis.
Ich stehe für Fragen zur
Verfügung**