Mag. Peter Hager

Unternehmensbewertung Basisseminar

Datum: Frühjahr 2013 (1.2)

Übersicht

1. Tag

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

Pause

Mittagspause

- Ertragswertverfahren

Übersicht

Vorschau 2. Tag

- FS Ertragswert
- Prognose
- Plausibilisierung

Vorstellung

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

Vorstellung

- 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

Vorstellung

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
    - steuerliche Angelegenheiten im Zusammenhang mit Stiftungen und Vereinen.
  - Link zur Wissenslandkarte

Vorstellung – BW FB

- Anfragen
  - Allgemein
    - (idR) nach Rücksprache AFB
    - Keine Sachverhaltsermittlung
    - Anfragebeantwortung: Nach Rücksprache BMF
    - Weitergabe nach entfernen Briefkopf
  - Unternehmensbewertung
    - Ohne Rücksprache
    - BW FB hilft bei Sachverhaltsermittlung:
      Wenn Stpfl. kooperiert unmittelbar, sonst über FA
    - Anfragebeantwortung ohne Rücksprache BMF
    - Weitergabe mit Briefkopf

Vorstellung – BW FB

- 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

Vorstellung

Netzwerk Unternehmensbewertung

- Siehe Ertragsteuertag 2011
- Anwender Basiswissen – Sie als Kursbesucher
- Fortgeschrittene Anwender zumindest 1 je FA, GBP-Gruppe
  - Fortgeschrittenenkurs ab 2014 BFA
  - Sollen Kollegen auch unterstützen
- Experten – zZ 4 soll, regional erweitert werden
  - Unterstützt Anwender & Fortgeschrittene
  - Vernetzungssitzungen
  - Zugriff Wissenslaufwerk
- Wissenslaufwerk
  - Seit Dezember
  - L-Laufwerk für Experten
- Wissensplattform
  - Seit Jahresanfang
  - Kursunterlagen, Literaturhinweise, Fachgutachten etc.

- Wozu Unternehmens-bewertung
  - Werte im Steuerrecht
  - Preis & Wert

Wozu Unternehmensbewertung im FA

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

Wozu Unternehmensbewertung

Für Finanzverwaltung

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

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)

Wozu Unternehmensbewertung

Preis & Wert

- Wert
- im <u>volkswirtschaftlichen Sinne:</u>
  ist die Bedeutung für Bedürfnisbefriedigung.
- in der <u>Betriebswirtschaft:</u>
  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

Wozu Unternehmensbewertung

Wert

- Beispiel Wert des Wassers
  in der Wüste oder im Regen
- Wert eines Apfels
  für den Konsumenten oder den Safthersteller
- Wert eines Wiener Schnitzels
  für einen Vegetarier oder einen Fleischesser

- Wert eines Objektes ist subjekt- und anlassbezogen

Wozu Unternehmensbewertung

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.

Historische Entwicklung

- 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/Rabel (1997), S. 5ff

Hilfsmittel

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

Hilfsmittel

Mathematik

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

- Zinseszins
  - $\mathrm{BW} = \mathrm{EW} * \mathrm{q}^{-\mathrm{n}}$
- Rentenrechnung
  - $\mathrm{BW} = \mathrm{R} * \frac{\mathrm{q}^{\mathrm{n}}-1}{\mathrm{iq}^{\mathrm{n}}}$
- Ewige Rente
  - $\mathrm{BW} = \frac{R}{i}$

Hilfsmittel

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

Microsoft
Excel-Arbeitsblatt

- Excel
  - ohne geht es nicht
- Taschenrechner
  - Besser man hat einen

Hilfsmittel

Fachgutachten

(Auf Wissensplattform zu finden)

- KFS/BW 1 v. 26.2.2006: „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

Empfehlungen

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

Hilfsmittel

- WP-Handbuch Bd. 2
  - Herausgegeben vom IDW, Stand 2008, Richtlinie in widerstrebenden Meinungen
- Fachliteratur
  - lt. Empfehlung (Neuerscheinungen im NL I u VII)
- Artikel
  - Ö: RWZ, gelegentlich SWK (Neuerscheinungen im NL I u VII)
  - D: Die Wirtschaftsprüfung, Der Betrieb, Der Finanzbetrieb, Bewertungspraxis (alle in BMF)
  - D: CFB (z.B. WU)
  - Für Bewertungsnetz erhältlich
  - KWT auf Wissensplattform

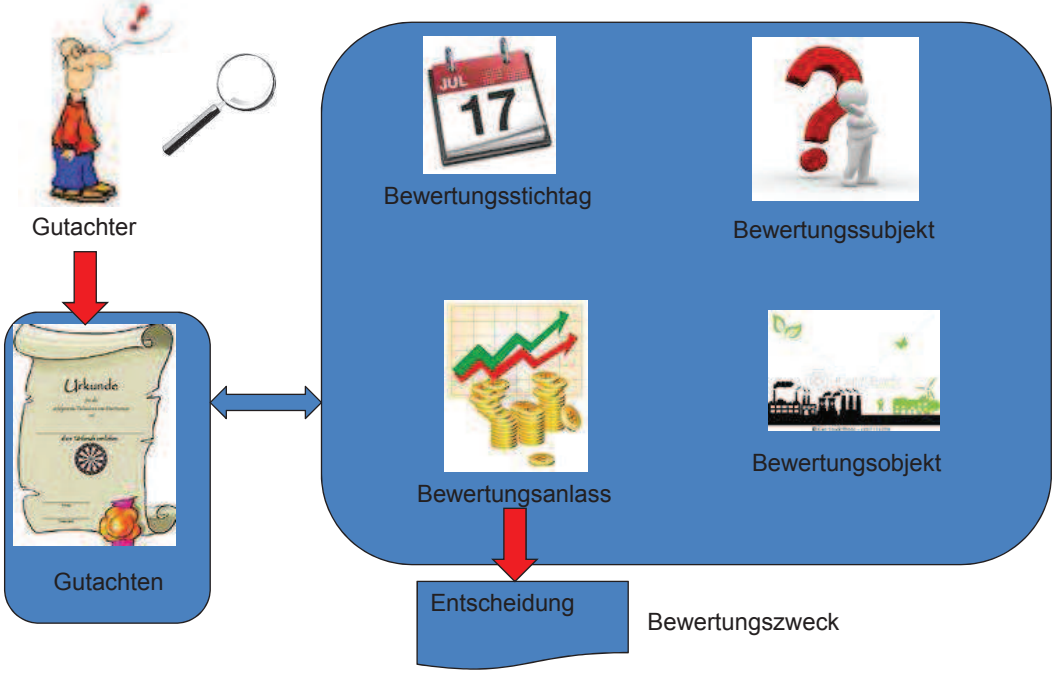
Hilfsmittel

- Internet
  - ÖNB

    Zinssatz: www.oenb.at – Statistik – Statistische Daten – Renditen ö. Rentenmarkt – obere Tabelle links BW1 89 Sekundärmarkt
    BW 1 06: Emissionsrendite
    Inflation, Vergleichszahlen für Bilanzanalyse
  - Damodaran: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ Beta, Marktrisiko ALLE SEINE VORTRÄGE
- Wissensplattform
  - in Arbeit
- Anfrage bundesweiter Fachbereich Mag. Peter Hager
  - telefonisch geht schnell,

    schriftlich Wartezeit!

- Elemente der Bewertung



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

Grundbegriffe-

Bewertungsobjekt

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.

Grundbegriffe –

Bewertungsobjekt

Bewertungsobjekt (Rz. 5ff)

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

Grundbegriffe –

Bewertungsobjekt

- 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

Grundbegriffe - Bewertungssubjekt

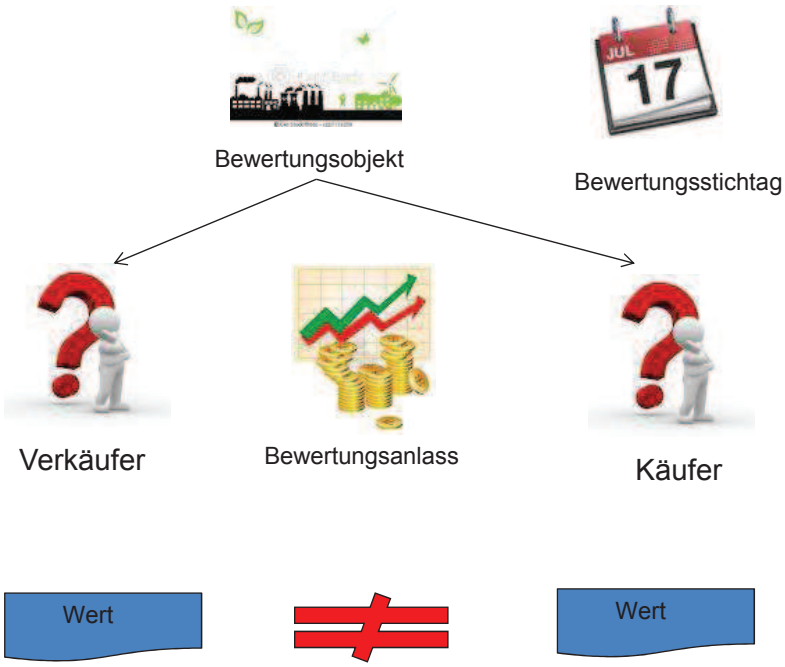
Bewertungssubjekt (Rz. 8)

- 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

Grundbegriffe - Bewertungssubjekt

- z.B. geplanter Verkauf per 17. Juli



Grundbegriffe –

Bewertungsanlass

- Bewertungsanlass (Rz. 8)
  - Konkreter Grund für die Unternehmensbewertung
  - Unzählige Gründe
  - Daher Typisierung

Grundbegriffe –

Bewertungsanlass

Übersicht (ex Aschauer/Purtscher, S 100f)

Bewertungen bei unternehmerischen Initiativen	**Bewertungen für Zwecke der Rechnungslegung**	**Bewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschrif-ten 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		Erbauseinandersetzungen, 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. 13ff)

Ermittlung von

- subjektiven Unternehmenswerten (Entscheidungswert)

  individuelle Grenze der Konzessionsbereitschaft eines ganz bestimmten Entscheidungssubjektes in einer ganz speziellen Situation.

- objektivierten Unternehmenswerten

  soll einen von den Wertvorstellungen des Subjektes unabhängigen Wert darstellen

- Schiedswerten

  fairer Interessenausgleich zwischen den individuellen Bewertungsvorstellungen.

Grundbegriffe -

Gutachter (Rz. 17)

Der Gutachter kann in verschiedenen Funktionen tätig werden:

- Neutraler Gutachter
- Berater
- Schiedsgutachter

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

Grundbegriffe –

Gutachten (Rz. 135ff)

- Dokumentation
  - Auftrag
  - Arbeitspapiere
    lt. Text Rz. 136 letzter Satz Einsicht für FA zulässig
  - Vollständigkeitserklärung
- Vertrauensschutz

Bewertungsprozess

– Gutachten (Rz. 135ff)

- 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.

Bewertungsprozess

Stichtag (Rz. 19f)

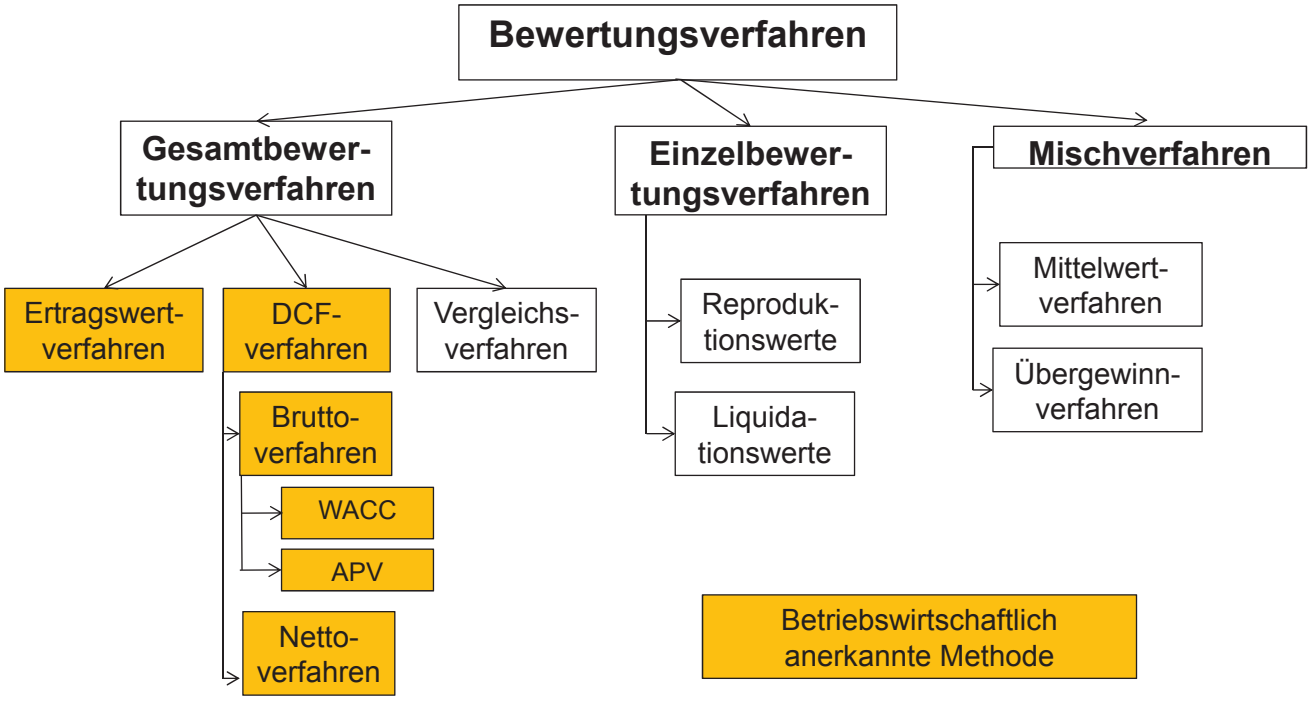
- Unternehmenswert = Zeitpunktbezogener Wert
  - für Zinssatz (der heutige gilt für immer)
  - für Ertragsprognose (vgl. aber Wurzeltheorie)
  - für Berücksichtigung von Maßnahmen in obj. UBW
  - Abzinsung auf Stichtag
- Wurzeltheorie
  - Berücksichtigt wird nur ein Ereignis dessen Ursache bereits vor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

Grundbegriffe
Stichtag

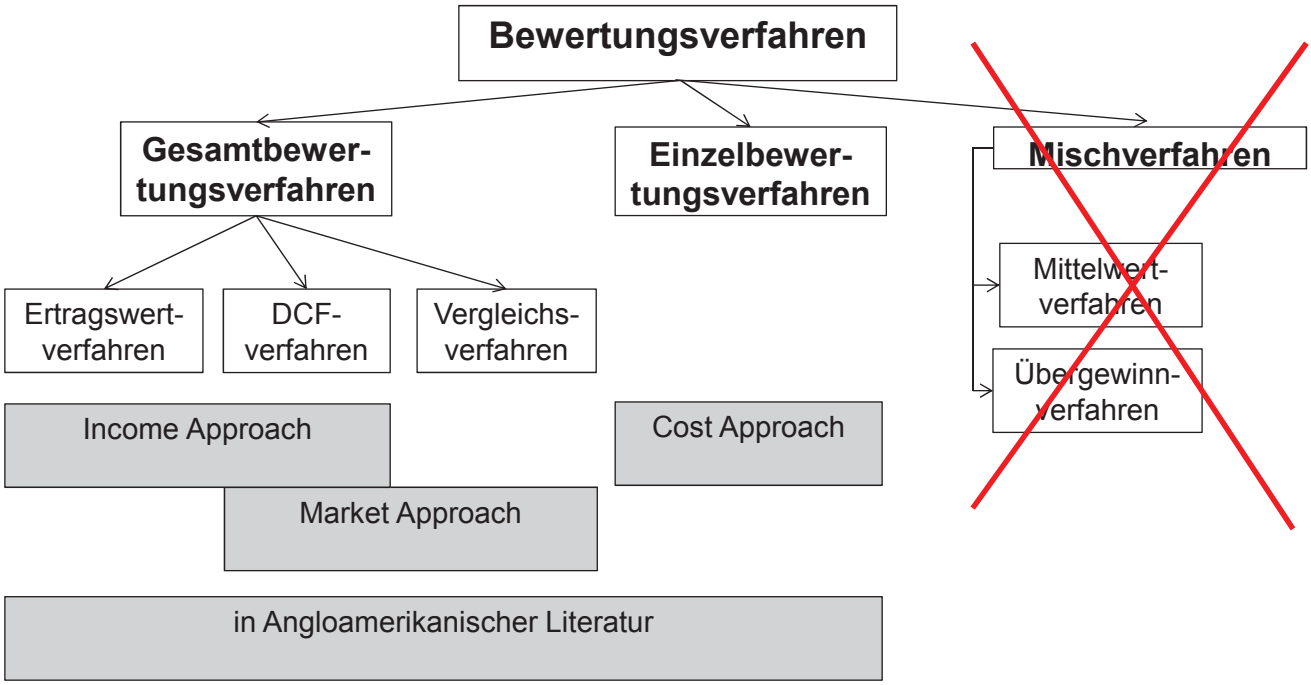
Bewertungsstichtag

- Methodenübersicht

Methodenübersicht



Methoden – Vergleich USA



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

Methodenübersicht

- 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

Methodenübersicht

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%
Realoptionsansätze	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%**

Nadvornik ua, RWZ 2012/5

Ertragswertverfahren

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

Ertragswertverfahren - Bewertungsschritte

1. Vorhaben abgrenzen ☺
   - Bewertungsobjekt, -subjekt
   - Bewertungsanlass, -zweck
   - Stichtag
   - Bewertungsmethode
2. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen heute
   - abgrenzen
   - Erträge im Vergleichszeitraum eliminieren
   - Bewerten (Ertrag, Liquidation)
3. Ertragssituation analysieren

   morgen
   - Welche Unterlagen sind vorhanden
   - Vergangenheit
   - Branche
   - Basis Prognose oder Plausibilisierung
4. Prognose *morgen*
   - Planungszeitraum
   - Unternehmensentwicklung
   - Szenariobildung
   - Ausschüttung
5. Zinssatz ermitteln heute Fortgeschrittene
   - Methode (Risiko, CAPM)
   - Welcher Zins ist für Methode notwendig (Eigenkapital, gewogene Zinsen, Zins des (un)verschuldeten Betriebes
   - sicherer Zins, Marktrisikoprämie, Betafaktor
6. Unternehmenswert ermitteln
   - Szenarien werten Fortgeschrittene
   - Liquidationswert als Wertuntergrenze *morgen*
7. Wert plausibilisieren

Ertragswertverfahren

Vereinfachungen

- 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

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**	**2015**
Ertrag		1.000	1.200	1.400
t		-1	-2	-3
BWF	q^t	0,92592593	0,85733882	0,79383224
BW	CF*BWF	926	1.029	1.111
UW	Σ BW	**3.066**		

So viele Stellen wie gerechnet darstel-
len, sonst nicht
nachvollziehbar

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
		0,9259259	0,8573388	0,7938322
BWF	q^t	3	2	4
BW	CF*BWF	926	857	794
UW	Σ BW	**2.577**		

- vereinfachend die Summenform
- $UW = Rq^{-1}\frac{q^{-n}-1}{q^{-1}-1}$
  - 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
lf 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%!!!

Kontrolle: 1.000/0,08=12.500

Ertragswertverfahren -

Lebensdauer

- unbeschränkt
  - Regelfall, Rz. 60 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. 61 BW1
  - schwerer zu rechnen wegen TV
  - $UW = \sum_{t=0}^{n} E_t q^{-t} + TV q^{-n} + NBN$
  - $UW = E_t \frac{q^{-n}-1}{q^{-1}-1} + TV q^{-n} + NBN$

Ertragswertverfahren - Lebensdauer

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

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%

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

Mag. Peter Hager

Unternehmensbewertung Basisseminar 2. Tag

Datum: Frühjahr 2013 (1.1)

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?

Übersicht

2. Tag

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

Ertragswertverfahren
Risiko

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

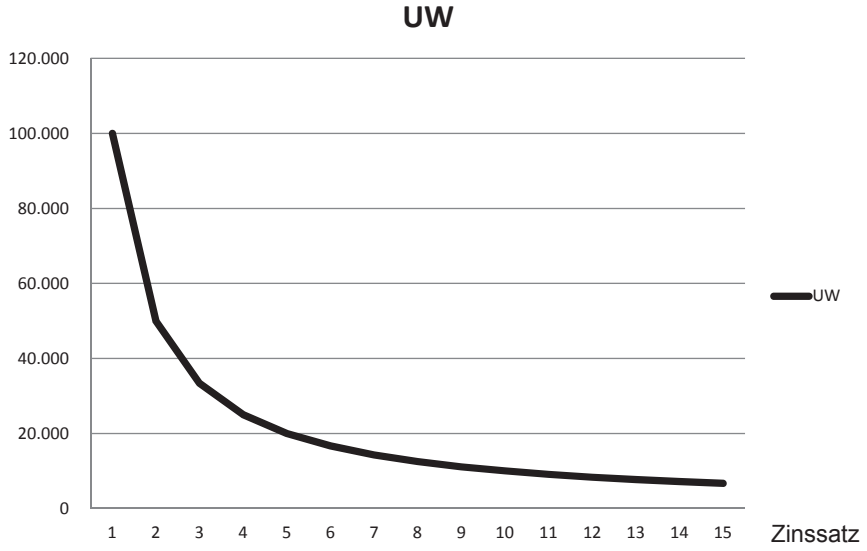
- Unsicherheit – Ungewissheit – Risiko
- Risikoäquivalenz
  - Sicherheitsmethode
    wie viel muss unsicherer Ertrag reduziert werden um dem sicheren zu entsprechen – kaum angewandt
  - Riskozuschlagsmethode
    durch Zu-/Abschläge im Zinssatz wird Risiko berücksichtigt
- Szenarioanalyse
  - wenn unterschiedliche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

Ertragswertverfahren
Zinssatz

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

Ertragswertverfahren
Zinssatz

- Zinssatz als Werttreiber
  - Unternehmenswert & Zinssatz



Ertragswertverfahren
Zinssatz - individuell

- Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
  - altes Gutachten (BW 1 (1989)): Sekundärmarktrendite
  - neues Gutachten (BW 1(2006)): Emissionsrendite Bund
  - beides lt. Tabelle ÖNB
- Vergleichbarkeit durch Zu-/Abschläge
  - Geldwertänderung (nur bei Realrechnungen)
  - Wachstumsabschlag bei CV? *EW=R/(i-g)*
  - Unternehmerrisiko (20-100% Basiszins)
  - Unterschiedliche Mobilität (0-20%)
  - (Persönliche Haftung)
  - EMPFEHLUNG: TABELLE HANS BLASINA

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%**

- Wenn möglich – CAPM anwenden
- Sonst Lösung durch Beachtung der Äquivalenzprinzipien

Ertragswertverfahren
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)

Ertragswert
Steuer

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

Ertragswert
Steuer

- Auslassen Steuer kein Problem
  - Ewige Rente & Kapitalgesellschaft & (kein Wachstum!)
- Auslassen Steuer => falsches Ergebnis bei
  - Ewiger Rente mit Wachstum
  - Zeitrente
  - Einzelunternehmen
  - Personengesellschaft
- Lösung
  - bei Zuschlagsmethode, wenn möglich nach Steuer
  - bei CAPM wenn möglich vor Steuer

Ertragswert-Inflation

- 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)

Ertragswertverfahren-Musterdatei

- Auf Basis Hans Blasina (UFS)
- 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

Nach St.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	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

Liquidationswert

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

Liquidationswert

Ermittlung (Schätzung)

- Buchwerte AV/UV
- - Abschläge für Differenz TW-VKW
- + Zuschläge stille Reserven
- =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

Liquidationswert

- 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

Analyse - Prognose

Überblick

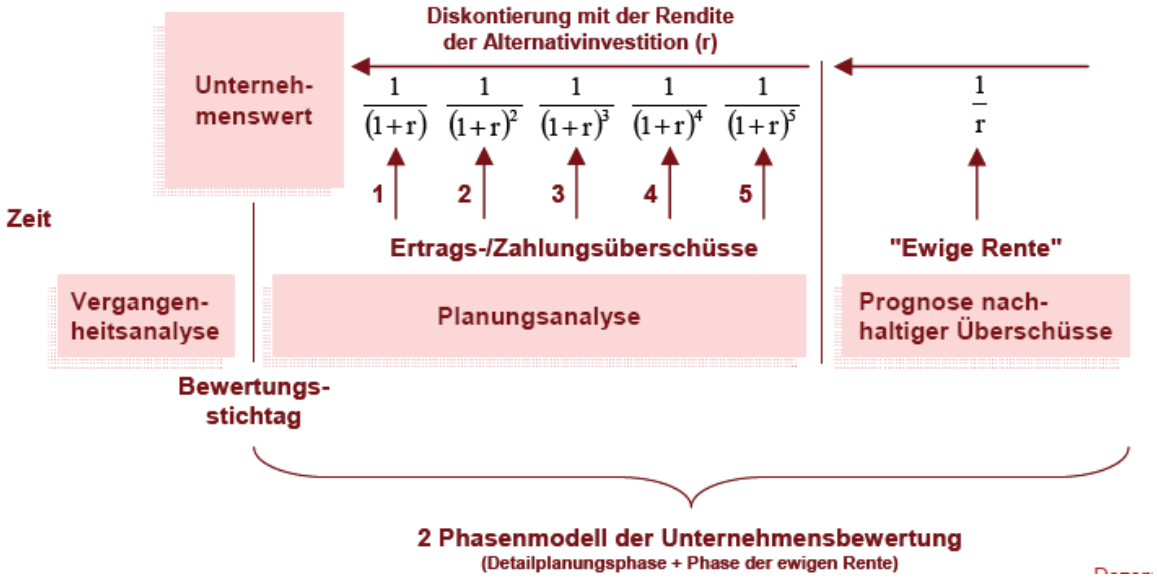
- Schon erledigt
  - Begriff – Wert & Preis ☺
  - Bewertungselemente ☺
  - Unternehmensbewertungsmethoden ☺
  - Ertragswertmethode ☺
- nn erledigt ☹
  - Mehrphasenmodell
  - Woher nimmt man die Daten für die Bewertung
  - Beurteilung der Sinnhaftigkeit eines Gutachten

Analyse - Prognose

Themenüberblick:

- Mehrphasenmodell
- Vergangenheitsanalyse
- Prognose
- Beurteilung eines Gutachtens

Analyse - Prognose
Mehrphasenmodell



Quelle: Vojta, UBW Sbg 2012

Analyse - Prognose Mehrphasenmodell

Rz. 53-57

- Begründung
  - nähere Zeiträume können leichter beurteilt werden
- Beginn ewige Rente
  - Wenn eingeschwungener Zustand erreicht wurde (meist nur nach 3-5 Jahren angenommen)
  - Investition = AfA, keine Produktschwankungen
- Annahmen:
  - Ertrag/CF meist aus letztem Jahr Detailplanung abgeleitet
  - Häufig pauschale Wachstumsannahmen (umstritten!)
- Kritik:
  - 70-90% des Unternehmenswert stammen aus ewiger Rente

Analyse - Prognose Mehrphasenmodell

Empfehlung für Bewertungspraxis

- Detailprognosezeitraum

  ich habe noch keine praktische Erfahrung damit
  - Entwicklung der Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) analysieren! (ROIC=Retourn on Invested Capital= Gewinn/ ϕ investiertes Kapital)

    vgl. ROI-System bei Auer, S. 212ff

    !!!
  - Homogenität der Asset-Struktur am Ende des Detailprognosezeitraums überprüfen! (Investition = AfA)
- Continuing Value
  - Cash-Flows aus nachhaltiger Gewinngröße ableiten!
  - Rendite auf Nettoinvestitionen und Entwicklung des ROIC plausibilisieren!
  - Konsistenz von Wachstumsrate und Thesaurierungsquote überprüfen!
  - Plausibilisierung des CV mit Multiples!
- Diskontierung des CV auf den Bewertungsstichtag
  - cv gibt den Barwert zum Planungshorizont T an, obwohl seiner Ermittlung ein Cashflow des Jahres T +1 zugrunde gelegt wird

Quelle Vortag Rabel, bei Forum UBW, 2012

Analyse - Prognose

2 Hilfsmittel zur Erstellung/Plausibilisierung der Planung:

- Vergangenheitsanalyse
- Markt- & Branchenanalyse

Analyse - Prognose

Rz. 51f

Vergangenheitsanalyse

- 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*

Analyse - Prognose

Vergangenheitsanalyse

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

Analyse - Prognose

Vergangenheitsanalyse

- 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)

Analyse - Prognose

Vergangenheitsanalyse

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

Analyse - Prognose

Marktanalyse

- 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

Analyse - Prognose

Marktanalyse

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

Analyse - Prognose

Marktanalyse

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
Ressour-cen 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?

Prognose

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

Analyse - Prognose

Prognose 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 betriebs-wirtschaftliche Wissen
- Planungen des Gutachters gehen an der Unternehmensrealität vorbei

Analyse - Prognose

Prognose im Gutachten

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

Analyse - Prognose

Prognose im Gutachten

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)

Analyse - Prognose

Prognose im Gutachten

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)

Analyse - Prognose

Prognose im Gutachten

Ein einfaches Beispiel

- Auftraggeber Franz Mustermann
- Bewertungsobjekt EU
  - Unternehmensdauer kein Hinweis auf Beschränkung
  - Pharma
  - Vorjahre
    - Umsatz 2010 1,2 Mio.
    - Umsatzsteigerung Vorjahre 2%
    - durchschnittliches BE 30% vom Umsatz
    - kein Zinsaufwand, kein nichtnotwendiges Betriebsvermögen
- Bewertungsanlass Einbringung GmbH
- Stichtag 31.12.2010

Analyse - Prognose

Hinweise Prognose

- Kalkulatorische Kosten
  - zB Unternehmerlohn (Quelle?)
  - unentgeltliche Leistung
- Ausgleich persönliche Leistung
- kein Vorsichtsprinzip,
  aber Ertrag muss wahrscheinlich sein

- Spezialproblem negatives Eigenkapital

Analyse - Prognose
Hinweise Prognose

Spezialproblem negatives Eigenkapital

- Häufig wird dieses vom Unternehmenswert abgezogen
- richtig: Ertrag ≠ 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

Analyse - Prognose

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

Analyse - Prognose

Plausibilisierung

- Andere Methode anwenden
  - zB Multiplikator
- Überlegen wie viele Jahresgewinne/-ausschüttungen sind zum Bezahlen notwendig
- Überschlag

Das ist keine anerkannte Bewertungsmethode!!!!

  - 5%: UW=Jahresgewinn*20
    10%: UW=Jahresgewinn*10
    20%: UW=Jahresgewinn*5

- Fragen zum Besprochenen?

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

Rückblick und Vorschau

- offene Fragen ☹
  - Heute
  - Per Mail oder Telefon
  - Nachschauen
    Fachliteratur, Wissensplattform
- Für Fortgeschrittene ☺
  - Cash-Flow-Ermittlung
  - DCF-Methoden
  - CAPM
  - WACC
  - echte & unechte Synergieeffekte