



Neuerungen des Fachgutachtens KFS BW 1

Univ. Prof. Dr. Ewald Aschauer

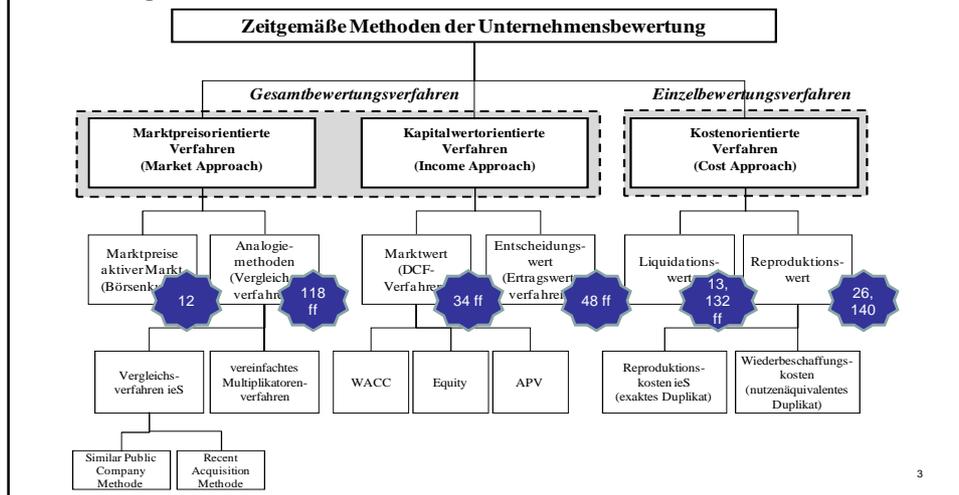
ewald.aschauer@jku.at



Grundlagen der Unternehmensbewertung

- Rahmenbedingungen der Betriebswirtschaft
 - Die reale Bewertungssituation muss durch Modelle immer vereinfacht werden
 - Die zu treffenden Modellannahmen richten sich nach dem Zweck der Bewertung
 - Methoden der Unternehmensbewertung sind durch die notwendigen Vereinfachungen immer angreifbar
 - Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus dem erwarteten zukünftigen finanziellen Nutzen
 - Konsequenzen bei der Bewertung:
 - Eine vollständige Einschränkung des Bewerter-Ermessens ist nicht möglich
 - Ein Wert kann nur in Bandbreiten bestimmt werden. Eine Verdichtung auf einen Punktwert führt zu keiner höheren Genauigkeit.

Verfahren der Unternehmensbewertung gem Fachgutachten KFS BW 1



3

DCF-Verfahren

- Weiterhin primär (alle) DCF-Verfahren anzuwenden:

— APV Verfahren
$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_u^e)^t} + \frac{FK \cdot i \cdot s_k}{i} - FK$$

— WACC Verfahren
$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k^{wacc})^t} - FK$$

$$k_{MM}^{WACC} = i(1-s_k) \frac{FK}{GK} + k_v^e \frac{EK}{GK}$$

$$k_{HP}^{WACC} = k_u^e - s_k \cdot i_r \cdot \frac{FK}{GK_v}$$

- Rahmenbedingungen jedoch angepasst:

- Voraussetzung einer integrierten Planungsrechnung
- Dokumentationserfordernis in Bezug auf die Behandlung der Tax Shields (autonome Finanzierung: Tax Shield sicher; wertorientierte Finanzierung: Tax Shield unsicher)
- Bei Anwendung des WACC Verfahrens muss das implizite FK dokumentiert werden



Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

- Capital Asset Pricing Model (CAPM): $k_{u,CAPM}^e = i_r + MRP \cdot \beta_u$
 - Mindestrendite (= risikoloser Zinssatz)
 - Risikozuschlag für Geschäftsrisiko (=Marktrisikoprämie x Beta unverschuldet)
 - ✓ Risikozuschlag richtet sich danach wieviel systematisches Risiko (Marktrisiko) mit einer Anlage getragen wird
 - ✗ Nichtsystematisches Risiko (bspw. Risiko durch Managemententscheidungen) ist in dem Risikozuschlag nicht enthalten
- Neuerung: Debt Beta
 - Weist das Fremdkapital ein erhöhtes Risiko aufgrund eines Ausfallsrisikos auf, sind zwingend Anpassungen zu treffen (Vgl. Aschauer/Purtscher, S. 187)

$$(61) \beta_v^{Ha} = \beta_u + (\beta_u - \beta_D) \cdot (1 - s_k) \cdot \frac{FK}{EK}$$

$$(62) \beta_D = \frac{(k^f) - i_r}{mrp}$$



Neuerungen Fachgutachten

- Wesentliche Neuerungen des Fachgutachtens
 - Erhöhte Plausibilitätsverpflichtungen
 - Plausibilisierungsverpflichtung (Tz 17)
 - Beurteilung der formellen und materiellen Plausibilität der Planung
 - Folgen bei fehlender oder mangelhafter Planung
 - Mitwirkungsmöglichkeit des Bewerbers (Tz 74 ff)
 - Grobplanungsphase
 - Rentenphase: Konsistenz von Rendite, Wachstum und Thesaurierung
 - Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten?
 - Regelung zur Berücksichtigung von Steuern
 - Regelung zu Synergieeffekten



Konsistenzanforderung in der ewigen Rente

- Konvergenzannahme in der ewigen Rente
 - IdR wird Wertneutralität des Wachstums in der ewigen Rente angenommen.
- (64) Über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase sind unter Berücksichtigung der dafür relevanten Einflussfaktoren wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) geeignete Annahmen zu treffen. Dabei kann unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht (Konvergenzannahme). Ist davon abweichend zu erwarten, dass die Rendite langfristig über den Kapitalkosten liegen wird, sind die dafür maßgeblichen Gründe anzugeben. Generell ist in der Rentenphase auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten.
- (65) Wegen des oft starken Gewichts der Wertbeiträge der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen besondere Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang kann es zweckmäßig sein, die integrierte Planungsrechnung über einen längeren Zeitraum fortzuschreiben, um die Auswirkungen insbesondere von Wachstums- und Thesaurierungsannahmen darzustellen und auf Konsistenz zu überprüfen.

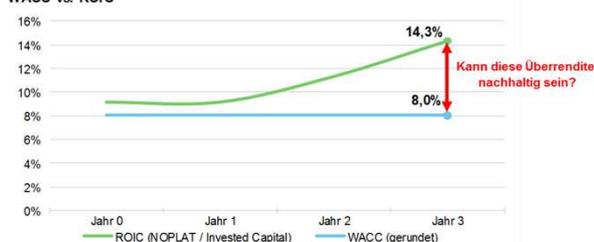


Konsistenzanforderung in der ewigen Rente

Verzinsung des investierten Kapitals

MEUR	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
SAV / AV	600	600	600	600
UV	400	400	400	400
Summe Aktiva	1.000	1.000	1.000	1.000
EK	300	350	420	420
FK (zinstragend)	600	550	480	480
FK (NWC)	100	100	100	100
Summe Passiva	1.000	1.000	1.000	1.000
Invested Capital (AV+NWC bzw. EK + Net Debt)	900	900	900	900
NOPLAT	83	83	102	129
ROIC (NOPLAT / Invested Capital)	9,2%	9,2%	11,3%	14,3%
WACC (gerundet)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

WACC vs. ROIC



Der FCF des letzten Planjahres dient(e) häufig als Berechnungs- basis für die ewige Rente.

$$TV = \frac{FCF}{(k-g)}$$

Hierdurch werden etwaige Überrenditen in die Zukunft fortgeschrieben und führen damit cet. par. zu inflationierten Rechenergebnissen.



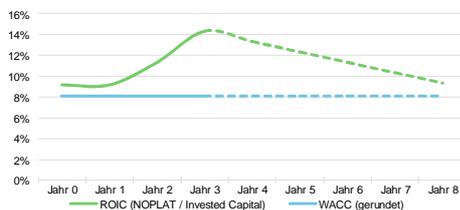
Konsistenzanforderung in der ewigen Rente

- Hohe Überrenditen regen Wettbewerb an bzw. bewirken den Eintritt neuer Marktteilnehmer
- Wachstum erfordert entsprechende Investitionen in das Nettovermögen
- Dauer der „Competitive Advantage Period“?
- Bildet der WACC das Investitionsrisiko angemessen ab?

Wird unterstellt, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung von thesaurierten Beträgen den Kapitalkosten (WACC) entspricht, führt folgende Formel zu einer entsprechenden Konvergenz:

$$TV = \frac{NOPLAT * (1 - \frac{g}{RONIC})}{WACC - g}$$

Konvergenz von WACC und ROIC



Konsistenzanforderung in der ewigen Rente

Kein Gratis-wachstum!

Wachstum = thesaurierte Mittel * deren Verzinsung

$$g = q * RONIC$$

dh $NOPLAT \neq FCF$ vielmehr $FCF = NOPLAT * (1 - q)$

bzw. $FCF = NOPLAT * (1 - g / RONIC)$

$$\frac{FCF}{(wacc - g)} = \frac{NOPLAT * (1 - g / RONIC)}{(wacc - g)} = \frac{NOPLAT}{(wacc)}$$

↳ wenn $RONIC = wacc$ dann ↗



Berücksichtigung von Insolvenzrisiken

Regelung Fachgutachten:

- (67) Bei der Ermittlung der Erwartungswerte ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die ua aus Ratings abgeleitet werden können.

Berücksichtigung in der ewigen Rente durch Zuschlag zum Zinssatz

$$GK = \frac{FCF * (1 - p)}{k + p}$$



Behandlung von Steuern bei der Bewertung

- Kapitalgesellschaften
 - Unternehmenssteuern (KÖSt) zwingend zu berücksichtigen
 - Vereinfachende Bewertung vor persönliche Ertragssteuern (bspw KEST) möglich (Regelfall) → Anwendung des CAPM
 - Möglichkeit der Bewertung nach persönlichen Ertragssteuern → Anwendung des TAX-CAPM
- Personengesellschaft
 - Berücksichtigung der Einkommensteuer → Anwendung TAX-CAPM
 - Neu, Tz 86: Vereinfachende Behandlung als Kapitalgesellschaft: Abzug einer fiktiven KÖSt, Verzicht auf die Berücksichtigung von persönlichen Ertragssteuern → Anwendung CAPM



Zusammenfassung

- Regelungen des Fachgutachtens
 - Weiterhin Primat der DCF-Verfahren und des CAPM
 - Alternative Kapitalkostenkonzepte nur unter restriktiven Voraussetzungen anwendbar
 - Aufwertung der Multiplikatormethode
 - zwingende Plausibilisierung
 - Bewertung von KUs
 - Änderungen bei Planungsrechnung
 - Mitwirkung des Bewerter
 - Grobplanungsphase
 - Erhöhte Anforderungen für Plausibilität insbesondere in der ewigen Rente
 - Vereinfachungen bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern