

# **Unternehmens- bewertung von KMU**

**Grundlagen, Umsetzung  
und Plausibilität**

**ao. Univ.-Prof. StB Dr. Erich Pummerer**

Universität Innsbruck

**Lnde**

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Symbolverzeichnis	XIII
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XIX
Literaturverzeichnis	XXIII
<b>1. Grundlagen der Unternehmensbewertung</b>	<b>1</b>
1.1. Allgemeines	1
1.2. Funktionsweise von Unternehmensbewertungsverfahren	6
1.2.1. Grundlegende Modellüberlegungen ohne Steuern ...	6
1.2.2. Verallgemeinerte Betrachtung einer Periode	10
1.2.2.1. „Baustein“ Zeitpräferenzfunktion	11
1.2.2.2. „Baustein“ Realinvestitionsmöglichkeiten	12
1.2.2.3. „Baustein“ Kapitalmarkt	13
1.2.2.4. Zusammenführung der Modellbausteine	14
1.2.3. Mehrperiodenfall	16
1.3. Wesentliche Aspekte der Unternehmensbewertung	21
1.3.1. Zahlungsstromorientierung	21
1.3.2. Vergleichbarkeit von Unternehmen und Alternativanlage	27
1.3.2.1. Mit welcher Alternative ist der Unternehmenszahlungsstrom zu vergleichen	28
1.3.2.2. Laufzeitäquivalenz	34
1.3.2.3. Arbeitseinsatzäquivalenz	37
1.3.2.3.1. Warum ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen?	38
1.3.2.3.2. Höhe des kalkulatorischen Unternehmerlohnes	39
1.3.2.3.3. Kalkulatorischer Unternehmerlohn und Sozialversicherung	41
1.3.2.3.4. Kalkulatorischer Unternehmerlohn und Besteuerung	42
1.3.2.3.5. Kalkulationszinssatz für den kalkulatorischen Unternehmerlohn	43
1.3.2.4. Kaufkraftäquivalenz	45
1.3.2.5. Risikoäquivalenz	46

1.4.	Umsetzung von Diskontierungsverfahren	58
1.5.	Vergleich von Unternehmensbewertungsverfahren	70
1.5.1.	Ertragswertverfahren	71
1.5.1.1.	Ermittlung der Zahlungsüberschüsse	71
1.5.1.2.	Subjektive Ermittlung des Kalkulationszinssatzes ....	72
1.5.2.	Discounted-Cash-Flow-Verfahren	79
1.5.2.1.	Nettomethode (Flow-to-Equity)	81
1.5.2.2.	Bruttomethode (Free-Cash-Flow)	82
1.5.2.2.1.	Aufbau des Verfahrens	82
1.5.2.2.2.	Marktwert des Fremdkapitals	88
1.5.2.3.	APV-Verfahren	92
1.5.2.4.	Eigenkapitalkosten im Rahmen der DCF-Verfahrens	94
1.6.	Unternehmensbesteuerung und Unternehmensbewertung	108
1.6.1.	Methoden zur Berücksichtigung von Ertragsteuern	108
1.6.2.	Bewertungseinfluss der Besteuerung	f.... 113
1.6.3.	Wirkung der Ertragsbesteuerung auf riskante Unternehmen	127
1.6.4.	Österreichische Ertragsteuern und CAPM	135
1.6.4.1.	Kapitalmarktgerade bei symmetrischer Besteuerung	136
1.6.4.2.	Kapitalmarktgerade bei asymmetrischer Besteuerung	138
1.6.5.	Transaktionsbedingte Ertragsteuern	146
1.6.5.1.	Allgemeines	146
1.6.5.2.	Ermittlung des Entscheidungswertes des Verkäufers	149
1.6.5.3.	Unternehmenswert aus Sicht des Käufers	155
1.6.6.	Zusammenfassung Steuern und Unternehmens- bewertung	157
1.7.	Einschätzung der Bewertungsverfahren zur Bewertung von KMU	158
<b>2.</b>	<b>Fallstudie Bewertung KMU</b>	162
2.1.	Informationsgrundlage	163
2.2.	Unternehmensplanung für den Detailplanungszeitraum	165
2.3.	Objektivierte Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens	167
2.4.	Analyse der historischen Ergebnisse	168
2.5.	Intensitätsanalyse	: 169
2.6.	Analyse einzelner Positionen der Erfolgsrechnung	170
2.6.1.	Umsatzerlöse	170
2.6.2.	Materialaufwand	173

2.6.3.	Personalaufwendungen	175
2.6.4.	Analyse des Investitionsbereiches	179
2.6.5.	Sonstige betriebliche Aufwendungen	182
2.6.6.	Finanzierungsbereich	184
2.6.7.	Relationskennzahlen	186
2.6.8.	Vereinfachte Zahlungsstromrechnung	187
2.6.9.	Unternehmensmodell aufgrund der historischen Betrachtung	191
2.7.	Ableitung der bewertungsrelevanten Einzahlungsüberschüsse ...	193
2.7.1.	Zahlungsstromermittlung für Ertragswert- verfahren	193
2.7.2.	Zahlungsstromermittlung für Discounted-Cash- Flow-Verfahren	203
2.8.	Bestimmung der Alternativanlage	204
2.8.1.	Alternativanlage beim Ertragswertverfahren	205
2.8.2.	Alternativanlage bei DCF-Verfahren	207
2.9.	Bewertungsergebnis	210
2.9.1.	Ertragswertverfahren	211
2.9.1.1.	Wertermittlung Detailplanungszeitraum	211
2.9.1.2.	Wertermittlung Folgezeitraum (Continuing Value)	212
2.9.1.3.	Gesamter Unternehmenswert – Ertragswert- verfahren	215
2.9.2.	Gesamter Unternehmenswert – DCF-Verfahren	215
2.9.3.	Vergleich der Bewertungsergebnisse	222
2.10.	Plausibilitätsprüfung des Bewertungsergebnisses	225
2.10.1.	Plausibilität der Planung	226
2.10.1.1.	Allgemeines	226
2.10.1.2.	Plausibilisierung Vermögensbereich	230
2.10.1.3.	Plananpassung im Fremdkapitalbereich	238
2.10.1.4.	Analyse anderer bewertungsrelevanter Parameter ...	243
2.10.2.	Anpassung des Bewertungsergebnisses	244
2.10.2.1.	Bewertungsrelevanter Zahlungsstrom nach Adaptierung	244
2.10.2.2.	Ertragswertverfahren	245
2.10.2.3.	DCF-Verfahren	247
2.10.2.4.	Vergleich der Bewertungsergebnisse nach Planungs- anpassung	250
2.10.3.	Plausibilität des Kalkulationszinssatzes	252
	Stichwortverzeichnis	261