

# Betriebswirtschaftslehre für Juristen

DDr. Klaus Wiedermann

**Deloitte.**

## Einleitung

- **Wirtschaftswissenschaften**
  - Volkswirtschaftslehre (Nationalökonomie)
  - Betriebswirtschaftslehre
    - Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
    - Spezielle Betriebswirtschaftslehren
- **Inhalt der Lehrveranstaltung**
  - Kostenrechnung
  - Planung und Controlling
  - Bilanzanalyse
  - Unternehmensbewertung
  - Finanzierung

## Einleitung

- nicht Gegenstand der Lehrveranstaltung
  - Spezielle Betriebswirtschaftslehren
  - Investitionstheorie
  - Produktionstheorie
  - Beschaffungslehre
  - Personalwesen
  - Absatz, Marketing, Logistik
  - Organisationstheorie
  - Operations Research

3

## Inhalt

- 1. Kostenrechnung**
  - Grundbegriffe
  - Anwendungsbereiche
- 2. Planung und Controlling**
- 3. Bilanzanalyse**
  - Grundbegriffe
  - ausgewählte Kennzahlen
- 4. Unternehmensbewertung**
  - Grundbegriffe
  - gängige Methoden
  - Anwendungsbereiche
- 5. Finanzierung**
  - Grundbegriffe
  - Banken
  - Börse
  - Corporate Finance

### Empfohlene Literatur:

- *Lechner/Egger/Schauer*: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Linde Verlag (jeweils aktuelle Auflage)
- Fachgutachten KFS/BW1 des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder betreffend Unternehmensbewertung

4

## Kostenrechnung

- Was sind Kosten?
  - „Werteinsatz zur Leistungserstellung“ (Bouffier)
- Wesentliche Aufgaben der Kostenrechnung
  - Betriebswirtschaftlich richtige Ergebnisermittlung
  - Betriebswirtschaftlich richtige Entscheidungsgrundlagen
  - Kalkulation der Preise
  - Bewertung der Halb- und Fertigerzeugnisse in der Bilanz

5

## Kostenrechnung

- Abhängigkeit vom Beschäftigungsgrad
  - Fixe Kosten
    - Nutzkosten
    - Leerkosten (vgl. § 203 Abs 3 UGB)
  - Variable Kosten
  - Sprungfixe Kosten
  - Kostenremanenz
  - Break even-Punkt, break even-Analyse
  - Grenzkosten

6

In der Kostenrechnung werden die gesamten Kosten (**Vollkosten**) eines Unternehmens in **variable** und **fixe** Kosten unterteilt.

**Fixe Kosten** fallen unabhängig von der jeweiligen Beschäftigung an (zB Personalkosten, Kosten für Gebäude oder Maschinen wie beispielsweise Abschreibungen oder Zinsen aus der Fremdfinanzierung dieses Anlagevermögens).

Die anteiligen Fixkosten für nicht vollständig genutzte Produktionsfaktoren bezeichnet man als **Leerkosten**, der andere Teil der Fixkosten wird als **Nutzkosten** bezeichnet. Ein nicht genutzter und fixe Kosten verursachender Produktionsfaktor bewirkt daher nur Leerkosten, ein voll ausgelasteter Produktionsfaktor nur Nutzkosten. Bei einem zu 50% ausgelasteten Produktionsfaktor sind die anfallenden Kosten je zur Hälfte Nutz- und Leerkosten.

**Variable Kosten** sind abhängig von der jeweiligen Beschäftigung (zB Fertigungsmaterialkosten wie Rohstoffe und zugekaufte Teile).

**Sprungfixe Kosten** entstehen beispielsweise durch die zusätzliche Anschaffung von Maschinen oder durch die zusätzliche Aufnahme von Personal, maW: die für eine bestimmte maximale Auslastung fixen Kosten erhöhen sich sprunghaft um diese zusätzlich notwendig werdenden fixen Kosten.

**Kostenremanenz** bezeichnet das Phänomen, dass bei rückläufiger Beschäftigung einzelne Kosten nicht so schnell anpassbar sind, wie sie ursprünglich bei steigendem Beschäftigungsgrad zugenommen haben. Ursachen dafür sind beispielsweise Kündigungsfristen.

Der **Break even-Punkt** ist die benötigte Absatzmenge, bei welcher alle Kosten durch die Erlöse gedeckt sind. Die **Break even-Analyse** ermittelt, bei welchem Umsatz alle Kosten gedeckt sind.

Der Begriff **Grenzkosten** bezeichnet jene Kosten, die durch die Herstellung einer zusätzlichen Einheit entstehen.

## Kostenrechnung

- Ausgaben, Aufwand und Kosten
  - Bewertungsunterschiede
    - pagatorisch: historische Anschaffungskosten
    - Tages-/Wiederbeschaffungspreise
  - kostengleiche Aufwendungen
    - außerordentliche Aufwendungen
    - betriebsfremde Aufwendungen (vgl. nicht betriebsnotwendiges Vermögen)
    - buchmäßige Abschreibungen, Zinsen

7

Die Kostenrechnung basiert auf der Aufwandsrechnung der Finanzbuchführung. Da Kosten sich umfangsmäßig und bewertungstechnisch von Aufwendungen unterscheiden (Ausnahme: der deckungsgleiche Bereich des **kostengleichen Aufwands bzw der aufwandsgleichen Kosten**), müssen Aufwendungen in Kosten übergeleitet werden.

Der Begriff **Ausgaben** umfasst den Geldmittelabfluss aus dem Unternehmen („**Auszahlungen**“), die Schuldzunahme sowie die Forderungsabnahme. Der Begriff der Ausgaben ist vom steuerrechtlichen Begriff der Betriebsausgaben streng zu unterscheiden. Der **Aufwand** in der jeweiligen Periode ist der zu Anschaffungspreisen bewertete Vermögenseinsatz (dieser umfasst beispielsweise auch die Abschreibungen des Anlagevermögens oder den Handelswareneinsatz)

Aufwendungen, welche in keiner Beziehung zum Betriebsprozess stehen oder den wirklichen Werteinsatz nicht richtig wiedergeben, werden als **neutrale Aufwendungen** bezeichnet und werden in die Kostenrechnung nicht einbezogen (dh bei der Ermittlung der Kosten, welche von den Aufwendungen der Finanzbuchhaltung ausgeht, eliminiert). Es gibt unterschiedliche Formen von neutralen Aufwendungen:

- **Außerordentliche Aufwendungen** (Schadensfälle, die zeitlich unregelmäßig und in sehr unterschiedlicher Höhe auftreten, wie zB Schwund, Diebstahl, Forderungsverluste, ...);
- **Betriebsfremde Aufwendungen** (zB Aufwendungen für betrieblich nicht genutzte Gebäude, Aufwendungen für nicht betriebsnotwendige Beteiligungen);
- **Sonstige neutrale Aufwendungen** (zB buchmäßige Abschreibungen werden ausgeschieden, da sie durch anders berechnete „kalkulatorische Abschreibungen“ (im Rahmen der unten angeführten Zusatzkosten) ersetzt werden;



## Kostenrechnung

- Ausgaben, Aufwand und Kosten
  - Zusatzkosten
    - Kalkulatorische Abschreibungen, Zinsen, Wagnisse, Unternehmerlohn

8

**Zusatzkosten** werden anstelle von ausgeschiedenen Aufwendungen oder für in der Aufwandsrechnung nicht erfasste Aufwendungen hinzugerechnet. **Beispiele** hierfür sind **kalkulatorische Abschreibungen** (verbrauchsbedingte Wertminderung der Anlagegüter wird berücksichtigt), **kalkulatorische Zinsen** (Berücksichtigung der Eigenkapitalverzinsung), **kalkulatorische Wagnisse** (Durchschnitt der Schadensfälle wird angesetzt) und der **kalkulatorische Unternehmerlohn** (insbesondere bei Einzelunternehmen ist nämlich kein Gehaltsaufwand für den Einzelunternehmer in der Buchhaltung enthalten, da der Einzelunternehmer mit seiner Einzelunternehmen keine Verträge abschließen kann).

## Kostenrechnung

- Kostenarten(rechnung)
- Kostenstellen(rechnung)
  - Kostenstelle = Verantwortungsbereich
- Kostenträger(rechnung)
  - Einzelkosten/direkte Kosten
  - Gemeinkosten/indirekte Kosten
  - Sonderkosten
  - „andere aktivierbare Eigenleistungen“ (§ 231 Abs 2 Z 3 UGB)
- Vollkostenrechnung – Teilkostenrechnung
  - Deckungsbeitrag
  - Deckungsbeitragsrechnung
  - Stufenweise Deckungsbeitragsrechnung

9

**Kostenarten** sind nach verrechnungstechnischen Erfordernissen aufgegliederte Werteinsätze des Betriebes. Unter dem Gesichtspunkt der **Art der verbrauchten Produktionsfaktoren** unterteilt man die Kosten beispielsweise in Personalkosten, Materialkosten, Kapitalkosten (Zinsen für Fremdkapital, Dividenden für Eigenkapital), unter dem Gesichtspunkt der unterschiedlichen **betrieblichen Funktionen** in Materialkosten, Fertigungskosten (insb. Fertigungslöhne), Vertriebskosten, Verwaltungskosten, und unter dem Gesichtspunkt der direkten oder bloß indirekten **Zurechnung zu einem konkreten Kostenträger** (zu einer produzierte Einheit) in Einzelkosten (direkte Kosten) und in die bloß über Schlüsselgrößen zurechenbaren Gemeinkosten (indirekte Kosten).

**Kostenstellen** sind Leistungs- bzw Verantwortungsbereiche, welche nach funktionalen (abgrenzbaren) Verrichtungen oder nach räumlichen Gesichtspunkten gebildet werden (Materialstelle, Fertigungsstelle, Hilfskostenstellen wie EDV und Werksküche).

**Kostenträger** sind jene betrieblichen Leistungen (Produkte oder Dienstleistungen), die anteilig mit den angefallenen Einzelkosten und Gemeinkosten belastet werden. Bei einer Wirtschaftsprüfungskanzlei ist das Produkt „gesetzliche Abschlussprüfung“ beispielsweise ein zu kalkulierender Kostenträger.

**Einzelkosten** können dem einzelnen Kostenträger direkt zugerechnet werden (zB Fertigungslöhne und Fertigungsmaterial). **Gemeinkosten** können den einzelnen Kostenträgern nicht direkt zugerechnet werden (zB Raummiete, Energiekosten).

**Sonderkosten** sind Einzelkosten, die nur für bestimmte Leistungen (Aufträge) anfallen, wie zB Einfuhrzölle, spezielle Provisionen für Handelsvertreter, Produktionslizenzen.

Die **Vollkostenrechnung** lastet den einzelnen Kostenträgern sämtliche durch sie verursachten Kosten an. Bei der **Teilkostenrechnung** werden hingegen nicht alle entstandenen Kosten verrechnet. Eine Form der Teilkostenrechnung ist die Grenzkostenrechnung/Kostendeckungsbeitragsrechnung. Der **Deckungsbeitrag** wird definiert als die Differenz zwischen den Erlösen („Umsätzen“) und den

variablen Kosten und kann somit zur Abdeckung der Fixkosten herangezogen werden. Zieht man vom Deckungsbeitrag diese Fixkosten ab, so erhält man den Gewinn (bzw bei einem negativen Betrag einen Verlust).

Die **Deckungsbeitragsrechnung** ist eine Methode zur Ermittlung des Betriebsergebnisses eines Unternehmens mit Hilfe der Deckungsbeiträge der erzeugten Produkte. Die **stufenweise Deckungsbeitragsrechnung** spaltet die Fixkosten detaillierter auf und ordnet diese den verursachenden Unternehmensbereichen zu.

## Kostenrechnung

- Vorkalkulation
  - Grundlage der Anbotserstellung/Preisfestsetzung
- Nachkalkulation
  - Ermittlung der Herstell- bzw. Selbstkosten auf Basis der Ist-Kosten (für die Aktivierung in der Bilanz maßgeblich)
- Plankostenrechnung
  - Kosten werden unter bestimmten Annahmen geplant
  - Soll-Ist-Vergleich
    - Preisabweichungen
    - Verbrauchs- oder Mengenabweichungen
    - Beschäftigungsabweichungen

10

Die **Nachkalkulation** wird aus verschiedenen Gründen durchgeführt: Aus Kontrollgründen, aus Gründen der Preisbildung bzw der Preisrechtfertigung sowie der Preiskontrolle.

Nicht nur bereits erfasste Aufwendungen (Vergangenheitswerte) können Grundlage der Kostenrechnung sein, sondern auch **Plankosten (Sollkosten)** die u.a. auf Erfahrung, Wissen um zukünftige Gegebenheiten und auf Schätzungen ermittelt werden.

## Kostenrechnung

- Kalkulationsschema

Materialkosten
• Fertigungsmaterial
• Materialgemeinkosten
+ Fertigungskosten
• Fertigungslöhne
• Fertigungsgemeinkosten
-----
= Herstellkosten
+ Verwaltungskosten
+ Vertriebskosten
-----
= Selbstkosten

11

Die Herstellkosten der Kostenrechnung unterscheiden sich von den Herstellungskosten in der Unternehmens- und Steuerbilanz durch Umfangs- und Wertunterschiede.

In den **Herstellkosten** sind keine Verwaltungs- und Vertriebsgemeinkosten enthalten. Letztere sind erst in der Summe der **Selbstkosten** enthalten.

## Kostenrechnung

- § 203 UGB idF RÄG 2014

(3) Herstellungskosten sind die Aufwendungen, die für die Herstellung eines Vermögensgegenstandes, seine Erweiterung oder für seine über seinen ursprünglichen Zustand hinausgehende wesentliche Verbesserung entstehen. Bei der Berechnung der Herstellungskosten sind auch angemessene Teile dem einzelnen Erzeugnis nur mittelbar zurechenbarer fixer und variabler Gemeinkosten in dem Ausmaß, wie sie auf den Zeitraum der Herstellung entfallen, einzurechnen. Sind die Gemeinkosten durch offensichtliche Unterbeschäftigung überhöht, so dürfen nur die einer durchschnittlichen Beschäftigung entsprechenden Teile dieser Kosten eingerechnet werden. Aufwendungen für freiwillige Sozialleistungen, für betriebliche Altersversorgung und Abfertigungen dürfen eingerechnet werden. Kosten der allgemeinen Verwaltung und des Vertriebes dürfen nicht in die Herstellungskosten einbezogen werden.

12

## Kostenrechnung

- § 203 UGB idF RÄG 2014

(4) Zinsen für Fremdkapital, das zur Finanzierung der Herstellung von Gegenständen des Anlage- und Umlaufvermögens verwendet wird, dürfen im Rahmen der Herstellungskosten angesetzt werden, soweit sie auf den Zeitraum der Herstellung entfallen. ....

- § 6 Z 2 lit a EStG

.... Zu den Herstellungskosten gehören auch angemessene Teile der Materialgemeinkosten und der Fertigungsgemeinkosten.

13

§ 203 UGB bestimmt, dass die durch Unterbeschäftigung nicht ausgelasteten Fixkosten (**Leerkosten**) **nicht im Rahmen der sogenannten Herstellungskosten aktiviert werden dürfen**. Gleiches gilt für Verwaltungs- und Vertriebskosten (grundsätzlich Aktivierungsverbot). Fremdkapitalzinsen (zB Bankzinsen) dürfen grundsätzlich nicht in der Bilanz aktiviert werden, sondern müssen als Zinsaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung aufwandswirksam erfasst werden. Ein Aktivierungswahlrecht für Fremdkapitalzinsen besteht nur für jene Zinsen, die zur Finanzierung der Herstellung eines Vermögensgegenstandes auf den Zeitraum der Herstellung entfallen.

## Planung und Controlling

- Unternehmensplanung i.w.S.
  - „gedankliche Vorwegnahme zielgerichteten zukünftigen Handelns durch Abwägen verschiedener handlungsalternativen und Entscheidung für den günstigsten Weg“ (G.Wöhe)
- warum Planung?
  - Zwang zur klaren Zieldefinition
  - Zwang zum Durchdenken des gesamten Unternehmens (Koordination der Bereichspläne)
  - Zwang zur Auseinandersetzung mit den Chancen und Risiken der Zukunft
  - § 28a GmbHG, § 81 AktG: Bericht an den Aufsichtsrat
- Planungszeitraum
  - langfristige Planung
  - mittelfristige Planung
  - kurzfristige Planung

14

## Planung und Controlling

- nach der Operationalität
  - strategische Planung                      Strategieplanung
  - operative Planung                            Rahmenplanung
  - taktische Planung                            Detailplanung
- Planungsrechnung
  - Instrument der Planung i.w.S., wo Maßnahmen und Ziele quantifiziert werden
- Budget
  - Fixierung der Planung in Form von Budgets, d.s. wertmäßige Soll-Vorgaben, die eingehalten werden müssen, sollen die Ziele erreicht werden.
  - Soll-Ist-Vergleich

15

## Planung und Controlling

- Controlling
  - „Beschaffung, Aufbereitung und Analyse von Daten zur Vorbereitung zielsetzungsgerechter Entscheidungen“ (Wolfgang BERENS)
  - bloß entscheidungsunterstützende Tätigkeit; die Entscheidungen selbst trifft das Management; Dienstleister für andere Führungskräfte
  - Planung und Steuerung des Unternehmensgeschehens, der Controller koordiniert und vermittelt zwischen den einzelnen Bereichen und der Unternehmensleitung
  
- Funktionen des Controlling
  - planning function
    - Koordination der Teilziele zu einem abgestimmten Zielsystem
    - betragsmäßige Fixierung der Planung in Form von Budgets
    - Plan-GuV, Planbilanz, Finanzplan (Liquiditätsplan)

16

Im Zuge der **planning function** wirkt der Controller bei der Aufstellung, Koordination und Realisation des Unternehmensgesamtplanes mit. Wichtig bei der Aufstellung von Teilplänen und -zielen ist dabei, entstehende Ressortegoismen (Verkauf – Produktion, Einkauf – Finanzierung) auszugleichen.

## Planung und Controlling

- reporting function
  - Berichtswesen
  - Management-Informationssystem (MIS): regelmäßige, strukturierte und steuerungsrelevante Informationen für das Management
  - Kennzahlensysteme
  - Balanced Scorecard
  - Kennzahlen-Cockpit (Management-Cockpit)
  
- controlling function
  - Ergebniskontrolle durch Soll-Ist-Vergleich
  - Abweichungsanalyse

17

Die **reporting function** (Informationsfunktion) wird durch Aufbau eines entsprechenden Berichtswesens und die laufende Information der Führungsspitze als Grundlage für die Unternehmenssteuerung ausgeübt.

Die **Balanced Scorecard** ist ein strategieorientiertes Führungsinstrument und soll die operative Messbarkeit der Umsetzung von Strategien ermöglichen. Dieses Instrument zur Unternehmensführung berücksichtigt neben den rein monetären, finanzwirtschaftlichen Größen auch nicht-monetäre Aspekte wie zB Kundenorientierung, Innovationskraft, Mitarbeiterausbildung/-weiterbildung.

Für die Unternehmensführung ist die Bereitstellung entscheidungsrelevanter Führungsinformationen wesentlich. Unter „**Kennzahlen-Cockpit**“ oder „Management-Cockpit“ versteht man eine Konzentration auf einige wenige, jedoch aussagekräftige Kennzahlen, die eine Führungskraft überblicken kann, um einer zu großen Informationsflut zu begegnen.

Im Zuge der **controlling function** kommt es zu einer ständigen Überwachung der Unternehmensziele und -pläne, Durchführung der Ergebniskontrolle und Abweichungsanalyse.

Bei der **Abweichungsanalyse** können im Wesentlichen drei Ursachen betrachtet werden. Eine **Preisabweichung** liegt dann vor, wenn die Produktionsfaktoren teurer oder billiger als geplant beschafft wurden. Beispiele hierfür sind Lohnsteigerungen oder Preisänderungen beim Materialeinkauf. Von **Verbrauchsabweichungen** spricht man, wenn im Zuge der Leistungserstellung mehr oder weniger an Produktionsfaktoren verbraucht wird, um die geplante Leistung zu erreichen (Ursachen sind zB Materialausschuss, Maschinenstörungen, fehlendes Material; zusätzlich erforderliche Arbeiten). Bei der **Beschäftigungsabweichung** werden die Leerkosten (dh der nicht ausgelastete Anteil der Fixkosten) ermittelt (vgl hierzu das Kapitel Kostenrechnung).

## Planung und Controlling

Controller ist auch bei anderen Managementsystemen unentbehrlich:

- **Beyond Budgeting**
  - relative Ziele statt fixierter/absoluter Leistungsvereinbarungen („Ende des Soll-Ist-Vergleichs“)
  - relative Ziele:
    - externe benchmarks
    - interne benchmarks
  - Instrumente:
    - Ranglisten (rankings)
    - benchmarks
    - Key Performance Indicators (Schlüsselindikatoren): Kennzahlen, anhand derer der Fortschritt hinsichtlich wichtiger Ziele bzw der Zielerreichungsgrad wichtiger Erfolgsfaktoren gemessen werden kann
    - Ist-Ist-Vergleiche

18

Ziel des Beyond Budgeting ist, dass ein flexibleres Planungs- und Kontrollkonzept angewendet werden soll, welches ohne klassische Budgetvorgaben auskommt. Der Schwerpunkt liegt auf Benchmark-Analysen.

## Planung und Controlling

Controller ist auch bei anderen Managementsystemen unentbehrlich:

- Total Quality Management (TQM)
  - Erfolgsmodell der japanischen Autoindustrie
  - Qualität als Systemziel; eigentlich kein Ziel, sondern ein Prozess, der nie zu Ende ist
  - Qualität orientiert sich am Kunden
  - Qualität ist nur mit allen Mitarbeitern aller Ebenen und Bereiche erzielbar
  - Operationalisierung durch Kriterien-Definition

19

Ein wesentliches Element des Total Quality Managements ist die Arbeit in Qualitätszirkeln. Diese stellen meist eine zielorientiert arbeitende Gruppe von 5 bis 10 Mitarbeitern dar, die ihr arbeitsspezifisches Wissen und ihre Erfahrungen freiwillig einbringen, um Themen der eigenen Arbeit zu besprechen, durch selbstentwickelte Lösungen die Produkt- und Arbeitsqualität verbessern zu helfen sowie zu ihrer eigenen Arbeitszufriedenheit beizutragen.

## Planung und Controlling

Controller ist auch bei anderen Managementsystemen unentbehrlich:

- Kaizen
  - Taiichi Ohno (1912 – 1990): Erfinder des Toyota-Produktionssystems und der Just in time-Logistik
  - ständige Verbesserung der Qualität macht den Erfolg aus, nicht die sprunghafte Verbesserung durch Innovation („Kontinuierlicher Verbesserungsprozess“)
  - Instrumente:
    - betriebliches Vorschlagswesen
    - Mitarbeiter-Weiterbildung
    - Mitarbeiter-orientierte Führung
    - Prozessorientierung
    - Qualitätsmanagement

20

# Planung und Controlling

Unterscheide vom Controlling:

- Revision
  - interne Revision
    - Stabstelle, die idR direkt der Unternehmensführung unterstellt ist
    - zT gesetzlich vorgeschrieben, zB bei Banken und Versicherungen
  - externe Revision („Audit“, Abschlussprüfung)
    - insb. die Prüfung des Jahresabschlusses/Konzernabschlusses durch einen unabhängigen Abschlussprüfer

21

Prüfung (Revision) ist eine auf die Vergangenheit gerichtete, retrospektive Untersuchung bestimmter in mehr oder weniger regelmäßigen Abständen wiederkehrender oder auch einmalige Vorgänge oder Anlässe. Während die Prüfung in der Regel die Tätigkeit beschreibt, ist der Begriff Revision auch Ausdruck für die Institution.

## Bilanzanalyse

- Bilanzanalyse als pars pro toto hinsichtlich des umfassenderen Begriffes „Jahresabschlussanalyse“
- Analyse für bzw durch Eigen- und Fremdkapitalgeber (zB Investoren und Banken als Bilanzadressaten)
- Kennzahlen wichtig für Unternehmenskaufverträge
- Seit ReLÄG 2004 zwingender Bestandteil des Lageberichts (§ 243 Abs 1 UGB): gemäß Gesetzesmaterialien Analyse anhand von Kennzahlen sowie von einer Geldfluss- bzw Cashflow-Rechnung (letztere ist obligatorischer Bestandteil des Konzernabschlusses)

22

## Bilanzanalyse

- **Für Analysezwecke ist die Bilanz in einem ersten Schritt zu bereinigen (adaptieren), insb. zur Erhöhung der Vergleichbarkeit mit Vorjahren bzw mit anderen Unternehmen, zB:**
  - Aktivierung von geleasteten Anlagen („Finanzierungsleasing“) und Passivierung der entsprechenden Leasingverbindlichkeit  
= Bilanzverlängerung (ohne diese Bereinigung würde sich eine zu hohe Eigenkapitalquote ergeben)
  - Zuordnung der ARA zum UV bzw der PRA zum FK
  - Letztlich resultiert hieraus eine sogen. Strukturbilanz bestehend aus AV und UV sowie EK und FK

23

## Bilanzanalyse

### Bereiche der Analyse:

- Investitionsanalyse (AV, UV)
- Finanzierungsanalyse (EK, FK)
- Liquiditätsanalyse samt CF-Rechnung
- Ergebnisanalyse (Aufwand und Ertrag)
- Rentabilitätsanalyse (Relation Ergebnis zu Vermögenseinsatz)

24

## Bilanzanalyse

### • Investitionsanalyse

- Umschlagshäufigkeit (UH) d. Debitoren =

$$\frac{\text{Bruttoumsätze}}{\text{Ø Ford. L \& L}}$$

- Umschlagsdauer in Tagen =  $365/UH$
- Umschlagsdauer in Monaten =  $12/UH$

25

Die Umschlagshäufigkeit gibt an, wie oft sich der Durchschnitt der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen innerhalb eines Jahres erneuert. Dadurch können wichtige Erkenntnisse über die „Zahlungsmoral“ der Kunden und das eigene Mahnwesen abgeleitet werden. Beispiel: Bei Jahresumsätzen iHv EUR 4 Mio und einem durchschnittlichen Forderungsstand iHv EUR 1 Mio beträgt die Umschlagshäufigkeit 4. Berechnet man die Umschlagsdauer in Monaten ( $12/4$ ; Anzahl der Monate im Jahr / Umschlagshäufigkeit), erkennt man, dass die Kunden ihre Rechnungen durchschnittlich nach rund 3 Monaten bezahlen.

## Bilanzanalyse

- Investitionsanalyse

- Wachstums- bzw. Schrumpfungsquote o.

$$\text{Investitionsdeckung} = \frac{\text{Nettoinvestitionen AV}}{\text{Jahresabschreibungen AV}}$$

- Abschreibungsquote

$$\frac{\text{Jahresabschreibungen AV}}{\varnothing \text{ AV}}$$

- $\varnothing$  Nutzungsdauer AV = 1/Abschreibungsquote

26

Das Verhältnis von Nettoinvestitionen ins Anlagevermögen zu den Gesamtjahresabschreibungen des Anlagevermögens gibt Aufschluss darüber, ob ein Unternehmen seine Kapazität erweitert (Investitionsdeckung>1), gleich hält (Investitionsdeckung=1) oder verkleinert (Investitionsdeckung<1). Wird zB in einem Jahr EUR 1 Mio investiert und betragen die Jahresabschreibungen EUR 0,5 Mio, liegt die Investitionsdeckung bei 2 und somit wird die Kapazität ausgebaut.

Die Abschreibungsquote und die durchschnittliche Nutzungsdauer des Anlagevermögens ermöglichen es, die durchschnittliche Nutzungsdauer aller Anlagegegenstände zu ermitteln. Betragen zB die Jahresabschreibungen auf das AV EUR 100.000 und das durchschnittliche AV EUR 1.000.000, liegt eine Abschreibungsquote von 10% vor (dh das gesamte AV wird zu durchschnittlich 10% jährlich abgeschrieben). Die durchschnittliche Nutzungsdauer des AV (1/Abschreibungsquote) beträgt somit 10 Jahre (= 1/0,1).

## Bilanzanalyse

- Finanzierungsanalyse
  - Verschuldungsgrad =  $FK/EK$
  - Gearing =  $Nettoverschuldung/EK$   
( $Nettoverschuldung = FK - \text{liquide Mittel}$ )
  - Eigenkapitalquote =  $EK/GK$
  - Fremdkapitalquote =  $FK/GK$

27

Mit Hilfe dieser Kennzahlen können Aussagen zum finanziellen Handlungsspielraum des Unternehmens getroffen werden. Der Verschuldungsgrad ergibt sich aus der Division des Fremdkapitals durch das Eigenkapitals. Je höher der Verschuldungsgrad ist, desto höher ist die Abhängigkeit und somit auch Beeinflussbarkeit durch die Fremdkapitalgeber.

Eine Weiterentwicklung des Verschuldungsgrades ist die Kennzahl Gearing/Nettoverschuldungsgrad. Unter Nettoverschuldung versteht man das verzinsliche Fremdkapital abzüglich der flüssigen Mittel. Da vom verzinslichen Fremdkapital der Bestand an flüssigen Mitteln abgezogen wird, besitzt diese Kennzahl eine größere Aussagekraft als der Verschuldungsgrad. Sie ist bei Vorhandensein liquider Mittel kleiner als die Kennzahl Verschuldungsgrad, welche im Zähler eine größere, nicht um liquide Mittel gekürzte Zahl aufweist (der Betrag des Fremdkapitals im Zähler ist höher als die Nettoverschuldung, bei welcher das Fremdkapital noch um die liquiden Mitteln gekürzt wird).

## Bilanzanalyse

- Optimaler Verschuldungsgrad?
  - keine allgemeingültige Regel
  - Leverage-Effekt (zur Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität) versus höheres Risiko (Eigenkapital dient als Risikoträger zur Krisenvorsorge)
  - Insbesondere seit Basel II: höhere Finanzierungskosten (Zinsen) bei „schlechteren“ Unternehmen

28

## Bilanzanalyse

- Finanzierungsregeln
  - keine allgemeingültigen Regeln
  - Langfristiges Kapital (insb. EK) soll langfristige Vermögenswerte (insb. AV und den „eisernen“ Bestand des UV) finanzieren bzw decken
  - „Goldene Bilanzregel“ (EK entspricht mindestens der Höhe des AV): in dieser Allgemeinheit zu streng

29

## Bilanzanalyse

- Liquiditätsanalyse
  - Anlagendeckungsgrad = lfr. Passiva/lfr. Aktiva
  - working capital = kfr. Aktiva - kfr. Passiva
  - working capital ratio (Liquiditäts- o. Mobilitätsgrad) =  
= kfr. Aktiva/kfr. Passiva

30

Der Anlagendeckungsgrad entspricht der Finanzierungsregel, dass der Umfang des langfristig gebundenen Vermögens der Größe des langfristig gebundenen Kapitals entsprechen soll.

Das working capital steht zur Deckung der durch die Geschäftstätigkeit bedingten laufenden Aufwendungen zur Verfügung und bietet einen mehr oder weniger großen Spielraum zum Ausgleich der rhythmischen oder unregelmäßigen Schwankungen und Anspannungen. Die Kennzahl ergibt sich aus der Summe der kurzfristigen Aktiva (zB Rohstoffe, Handelswarenvorräte, Forderungen, Bankguthaben) abzüglich der kurzfristigen Passiva (zB Lieferverbindlichkeiten, kurzfristige Rückstellungen).

Der Quotient aus der Division der kurzfristigen Aktiva durch die kurzfristigen Passiva zeigt das prozentuelle Ausmaß der Überdeckung an und gibt bei Gegenüberstellung der Bilanzen mehrerer Jahre ein deutliches Bild über die Entwicklung der finanziellen Lage des Unternehmens.

## Bilanzanalyse

- Cash Flow (CF)
  - Direkte CF-Ermittlung:  
Saldo aus zahlungswirksamen Erträgen und Aufwendungen
  - Indirekte CF-Ermittlung:  
Jahresüberschuss o. –fehlbetrag  
abzügl. unbare Erträge  
zuzügl. unbare Aufwendungen
  - Praktiker-CF (vereinfachende Betrachtung):  
 $CF = JÜ + \text{Abschreibungen} - \text{Zuschreibungen} + \text{Erhöhung Rückstellungen} - \text{Verminderung Rückstellungen}$

31

Der Cash Flow zeigt an, welche Mittel in einer bestimmten Periode (Vergangenheit oder Zukunft) aus der Tätigkeit des Unternehmens zur Innenfinanzierung herangezogen werden könnten. Der Cash Flow gibt den Bargeldüberschuss an, der in der Rechnungsperiode aus dem Leistungsprozess resultiert. Der Cash Flow kann nach zwei Methoden berechnet werden (direkte und indirekte Ermittlung), wobei beide Methoden zum selben Ergebnis führen (Lechner/Egger/Schauer, 899).

## Bilanzanalyse

- Cash Flow/Kapitalflussrechnung FAS 95 u. IAS 7
  - CF bzw Nettogeldfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit  
(basierend auf dem Jahresüberschuss und auf der  
Veränderung insbesondere des working capital)
  - + CF bzw Nettogeldfluss aus der Investitionstätigkeit
  - + CF bzw Nettogeldfluss aus der Finanzierungstätigkeit
  - = Veränderung des Zahlungsmittelbestandes

32

Zur besseren Ermittlung und Analyse der Finanz- und Liquiditätslage eines Unternehmens ist es notwendig, die Zahlungsströme je nach Informationsbedarf in mehrere Aktivitätsbereiche zu untergliedern, wobei jeder Bereich mit einem Saldo abschließt.

Die **Geldflüsse aus der laufenden Geschäftstätigkeit** zeigen an, inwieweit das Unternehmen in der Lage war, Finanzmittel zur Aufrechterhaltung der Geschäftstätigkeit, zur Kredittilgung und Dividendenzahlungen sowie für Investitionen ohne Zugriff auf externe Finanzmittel zu schaffen.

Der **Nettogeldfluss aus der Investitionstätigkeit** zeigt das Ausmaß jener Investitionen an, die künftige Erträge und Einzahlungen bewirken sollen. Sie umfassen sowohl die der Produktion von Gütern und Dienstleistungen dienenden Investitionen (zB Investition in Maschinen) als auch Finanzinvestitionen (zB Unternehmensbeteiligungen, Investitionen in Anleihen, Aktien, Fonds ...).

Der **Nettogeldfluss aus Finanzierungstätigkeit** berücksichtigt die Zu- und Abflüsse von Eigen- und Fremdkapitalgebern, zB Darlehensaufnahme oder –rückzahlungen bei Banken, Gewinnausschüttungen an Eigenkapitalgeber (Lechner/Egger/Schauer, 903-905).

## Bilanzanalyse

- Ergebnisanalyse

In den Verträgen oft verwendete „termini technici“, insbesondere für die Bestimmung des Unternehmenskaufpreises, zB:

- **EBIT** (Earnings before Interest and Tax) = Ergebnis vor Steuern + Zinsaufwand – Zinsertrag
- **EBITDA** (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) = EBIT + Abschreibungen vom Anlagevermögen (inkl. Firmenwert/goodwill)

## Bilanzanalyse

- Ergebnisanalyse:
  - Handelsspanne = Rohgewinn / Umsatzerlöse
  - Die Handelsspanne ist ein Abschlag in % vom Umsatz, zB ein Aufschlag von 100% auf die Kosten (dh ein doppelt so hoher Umsatzerlös) bedeutet eine Handelsspanne von 50% von diesem Umsatzerlös
  - Rohgewinn entspricht in der Kostenrechnung dem Deckungsbeitrag (DB)
  - Deckungsbeitrag = Umsatzerlöse – variable Kosten
  - Deckungsbeitrag dient der Deckung der fixen Kosten bzw ermöglicht darüber hinaus einen Gewinn (wenn der DB kleiner als die fixen Kosten ist, entsteht ein Verlust)

34

## Bilanzanalyse

- Vermögensrentabilität (Return on Investment; ROI):

$$\text{ROI} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ø Vermögen}}$$

35

## Bilanzanalyse

- Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) = Price Earning Ratio (P/E Ratio; PER)

$$\frac{\text{Börsenkurs pro Aktie}}{\text{Gewinn pro Aktie}}$$

- Dividendenrendite

$$\frac{\text{Dividende pro Aktie}}{\text{Börsenkurs pro Aktie}}$$

36

## Bilanzanalyse

- Vermutung des Reorganisationsbedarfs gemäß § 22 Abs 1 Z 1 URG:
  - wenn Eigenmittelquote (§ 23 URG) unter 8% und (kumulativ!) fiktive Schuldentilgungsdauer länger als 15 Jahre
  - Angabe der Kennzahlen im Prüfungsbericht des Abschlussprüfers (§ 273 Abs 3 UGB) im Fall der Vermutung des Reorganisationsbedarfs
  - Eigenmittelquote und fiktive Schuldentilgungsdauer werden ohne Bereinigung des Jahresabschlusses direkt aus den Posten der Bilanz und der GuV gemäß UGB ermittelt.

37

## Unternehmensbewertung

- 1) Überblick
- 2) Fachgutachten KFS BW 1
- 3) Discounted Cash Flow – Methode
- 4) Alternative Bewertungsansätze

40

## Unternehmensbewertung

- **Methoden der Unternehmensbewertung:**
  - Substanzwert (versus Liquidationswert)
  - „klassisches“ Ertragswertverfahren
  - Discounted Cash-Flow-Verfahren
  - Multiples (Similar Public Company Method - SPCM, Recent Transaction Method)

41

## Unternehmensbewertung

- Für Zwecke der Bewertung ist grundsätzlich davon auszugehen, dass ein Unternehmen **ein Potenzial künftiger Leistungen** ist, das den Wert des Unternehmens bestimmt.
- Für dessen Ermittlung kennen Theorie und Praxis verschiedene Methoden der Unternehmensbewertung. Keine davon kann als absolut richtig bezeichnet werden.
- Die einzelnen Wertkomponenten eines Unternehmens haben soziale, rechtliche, technische sowie wirtschaftliche Wurzeln.

42

## Unternehmensbewertung

- Ertragswertverfahren:
  - Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung der in Zukunft aus dem Unternehmen erwarteten Erträge bzw Zahlungsströme (Einzahlungsüberschüsse, Cash Flow) ermittelt.
  - Durch den Kapitalisierungszinssatz werden die in der Zukunft geplanten Einzahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag abgezinst (diskontiert), dh es wird ein sogenannter Barwert ermittelt. Je weiter eine Zahlung in der Zukunft liegt, desto weniger ist sie aus Sicht des Bewertungsstichtages betragsmäßig wert.
  - Bei einem **Zwei-** oder **Mehrphasenmodell** wird der Planungszeitraum in zwei oder mehrere Abschnitte zerlegt, wobei der 1. Abschnitt detailliert geplant wird.

43

## Unternehmensbewertung

- Bei Anwendung des zahlungsstromorientierten Verfahrens ergibt sich der Wert des Unternehmens aus dem Barwert der zukünftigen Zahlungsüberschüsse
- Die aktuellen Unternehmensbewertungsmethoden stellen auf die aus der operativen Tätigkeit erwirtschafteten Einzahlungsüberschüsse („Cash-Flow“-Beträge) ab.

44

## Unternehmensbewertung

- Österreich (Fachgutachten KFS BW 1)
- Deutschland (IDW S1)

45

## Unternehmensbewertung

- Objektivierete Unternehmensbewertung
  - Beachtung rechtlicher Vorgaben
  - Typisierungsnotwendigkeiten
- Subjektive Unternehmensbewertung
  - Wert inkludiert subjektive Ziele, Möglichkeiten und Erwartungen
  - Interne Entscheidungsgrundlage einer Verhandlungspartei
  - Findung von Preisober- und Preisuntergrenzen
- Funktionale Unternehmensbewertung
  - Unternehmensbewertungen erfüllen unterschiedliche Zwecke

46

## Unternehmensbewertung

### Inhalt des FG KFS BW 1:

- Gegenstand der Unternehmensbewertung
- Anlässe für Unternehmensbewertungen
- Objektivierter und subjektiver Unternehmenswert sowie Schiedswerte
- Funktionen des Gutachters
- Der Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe

47

# Unternehmensbewertung

## Grundsätze laut FG KFS BW 1:

- Bewertungszweck bestimmt Funktion des Gutachters und ob objektiviert zu bewerten ist
- Stichtagsprinzip: Wert gilt für ein best. Datum
- Ableitung des Unternehmenswerts aus künftigen finanziellen Überschüssen
- Bewertung betriebsnotwendiges Vermögen
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wird gesondert bewertet (zB die von einer Bank gehaltene Wohnimmobilien)
- Ertragsteuern sind zu berücksichtigen
- Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips

48

# Unternehmensbewertung

## Gegenstand der Unternehmensbewertung:

- Unternehmen als Ganzes
- Unternehmensverbund (Konzern)
- Betriebsstätte/Teilbetrieb
- Strategische Geschäftseinheit

49

## Unternehmensbewertung

### Anlässe für Unternehmensbewertungen:

- Ermittlung von Entscheidungswerten (Kauf, Verkauf)
- Findung eines angemessenen Wertes bei Umgründungen
- Sonstige Anlässe, die die Beurteilung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens erfordern

50

## Unternehmensbewertung

- Subjektiver Unternehmenswert
  - Die Bewertung erfolgt aus der Sicht eines bestimmten Verkäufers oder Erwerbers; persönliche Verhältnisse sind zu beachten:
    - Investitionsalternativen
    - Steuerliche Verhältnisse
    - Synergien
    - Marktberreinigung

51

## Unternehmensbewertung

- Objektivierter Unternehmenswert
  - Der objektivierter Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt.
  - Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach dem Zweck der für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.

52

## Unternehmensbewertung

### Funktionen des Bewertungsgutachters:

- Neutrale Gutachter
- Berater des Käufers oder Verkäufers bei subjektiven Bewertungsüberlegungen
  - Beraterfunktion und die der Bewertung zugrundegelegten Prämissen sind eindeutig offenzulegen
- Schiedsgutachter in Vermittlungsfunktion

53

## Unternehmensbewertung

### Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe:

- Wert eines Unternehmens leitet sich aus seinen **nachhaltig erzielbaren Zukunftserfolgen** ab
- Gesonderte Bewertung von nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen (nbV)

54

## Unternehmensbewertung

- Der Wertermittlung kann ein zahlungsstromorientiertes Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF) oder ein „klassisches“ Ertragswertverfahren auf Basis der geplanten Jahresüberschüsse zugrunde gelegt werden.

55

## Unternehmensbewertung

### Ermittlung der finanziellen Überschüsse:

- Planung der Ergebnisse davon abhängig, ob objektiver oder subjektiver Unternehmenswert ermittelt wird
- Unternehmenskonzept
- Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen
- Managementfaktoren
- Berücksichtigung von Ertragsteuern

56

## Unternehmensbewertung

### Grundsätze der Ermittlung der Zukunftserfolge:

- Vollständige Informationsbeschaffung
- Vergangenheitsanalyse als Anhaltspunkt für die Prognose der Unternehmenserträge
- Integrierte Planungsrechnung (dh Bilanz, GuV und Cash-Flow-Rechnung)
- Mehrphasenmethode: idR Zweiphasenmodell
- Plausibilisierung der Planungsrechnung

57

## Unternehmensbewertung

### Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:

- Beim objektiverer Unternehmenswert
  - unter Berücksichtigung der Rendite von Unternehmensanteilen (Aktienportefeuille)
- Beim subjektiven Unternehmenswert unter Berücksichtigung von
  - individuellen Renditevorgaben bzw Erwartungen bzw von der
  - Rendite von Unternehmensanteilen

58

## Unternehmensbewertung

### Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:

- Berücksichtigung des Risikos
  - in der Praxis regelmäßig durch Risikozuschlagsmethode (dh durch Berücksichtigung des Unternehmensrisikos in einem höheren, dh den kalkulierten Unternehmenswert entsprechend verringern den Kapitalisierungszinssatz)
  - Grundsatz: je höher der Kapitalisierungszinssatz und damit je höher die Verzinsung der Vergleichsveranstaltung, welche diesen Kapitalisierungszinssatz repräsentiert, desto geringer ist der mit diesem höheren Kapitalisierungszinssatz errechnete Unternehmenswert
- KFS BW 1
  - Risikozuschlagsmethode

59

## Unternehmensbewertung

- Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes:
  - Basiszinssatz
    - Risikolose Veranlagung
  - Risikozuschlag
    - Zusätzliches unternehmens- und branchenabhängiges Risiko, das über die risikolose Verzinsung hinausgeht

60

## Unternehmensbewertung

- Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes:
  - Risikoloser Zinssatz (Basiszinssatz)
  - + Risikozuschlag (Unternehmensrisiko)
  - = Kapitalisierungszinssatz

61

## Unternehmensbewertung

- KFS BW 1: Risikofreier Basiszinssatz
  - Laufzeitäquivalenz mit dem Unternehmen
  - Ermittlung/Schätzung anhand der Rendite langfristiger (zB 30-jähriger) Staatsanleihen

62

## Unternehmensbewertung

### Liquidationswert (Wertuntergrenze):

- Wird eine Veräußerung der Aktiven (asset deal) unterstellt, ist ein Veräußerungs- = Liquidationswert zu ermitteln
  - Veräußerungskosten anzusetzen
  - steuerliche Behandlung allfälliger Veräußerungsgewinne zu beachten
- Der Liquidationswert sollte bei jeder Bewertung zumindest überschlagsmäßig überlegt werden, da er die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellt

63

## Unternehmensbewertung

- Bei jeder Bewertung ist zu untersuchen, ob das Unternehmen eine theoretisch unendliche oder eine absehbare endliche Lebensdauer hat
- Bei endlicher Lebensdauer sind die Zukunftserfolge bis zum Unternehmensende zu kapitalisieren und der Liquidationsüberschuss (abgezinst) zum Ertragswert hinzuzuzählen

64

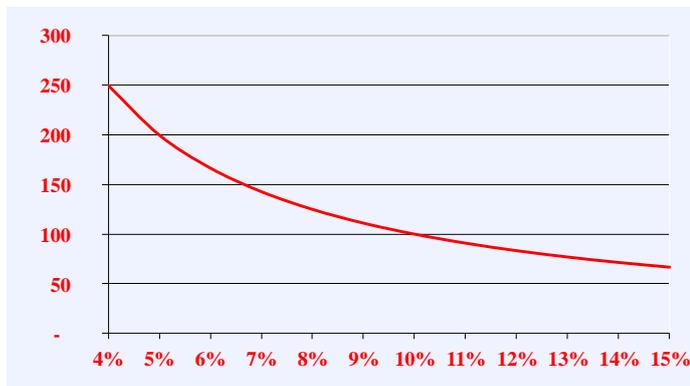
## Unternehmensbewertung

- Bei theoretisch unendlicher Unternehmensdauer können üblicherweise realistische Planungen für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erstellt werden
- Es ist zu entscheiden, wie die Erfolge der Zeit danach in den Unternehmenswert einfließen sollen
  - Ewige Rente
  - Liquidationsüberschuss

65

## Unternehmensbewertung

Wert einer ewigen Rente (ewig 10 p.a.) bei unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätzen



66

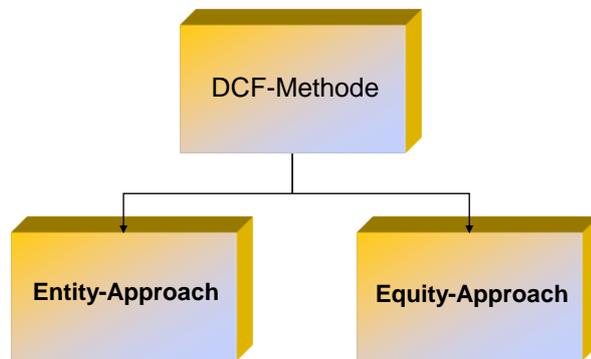
## Unternehmensbewertung

### Discounted Cash-Flow-Methode (DCF):

- Insbesondere für die Bereitstellung von Entscheidungsgrundlagen für Unternehmenskäufe und -verkäufe von Bedeutung
- Ableitung des Marktwertes des Kapitals aus den geplanten Cash Flows
- Abzinsung der den Investoren zufließenden Zahlungsströme mit dem Kapitalisierungszinssatz
- Kalkulation des Risikozuschlages durch Vergleich zu Investitionen in festverzinsliche Wertpapiere am Kapitalmarkt

67

## Unternehmensbewertung



in der Praxis am weitesten verbreitet

68

## Unternehmensbewertung

### Bruttomethode (Entity-Approach):

- Basiert auf den vom Unternehmen generierten **Free Cash Flows (FCF)**
- Diskontierung von Cash Flows vor Zinsen
  - Zahlungen von Fremdkapitalzinsen und Tilgungszahlungen bleiben außer Ansatz
  - Trennung des zu bewertenden Unternehmens in einen Leistungs- und einen Finanzierungsbereich
- Kapitalstruktur wird über den Diskontierungszinssatz berücksichtigt
- Abzinsung auf Basis des „**Weighted Average Cost of Capital (WACC)**“
  - gewichtete Durchschnittskosten von Eigen – und Fremdkapital bei konstantem Verschuldungsgrad (Zielkapitalstruktur)
- Abzug des Marktwertes des verzinslichen Fremdkapitals

69

## Unternehmensbewertung

- Barwert des operativen FCF (Phase I)
- + Barwert der ewigen Rente (Phase II)
- = Barwert des gesamten operativen FCF
- + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- = Marktwert des Gesamtkapitals (= Enterprise Value, fiktiver Wert unter der Fiktion, dass das Unternehmen kein verzinsliches Fremdkapital hat)
  
- Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
- = Marktwert des Eigenkapitals (=Unternehmenswert)

70

## Unternehmensbewertung

### Nettomethode (Equity-Approach):

- Abgezinst werden die Zahlungsströme, die den Eigenkapitalgebern zustehen
- Fremdkapitalzinsen und Veränderungen des Fremdkapitals werden bei der Ermittlung der jährlichen Zahlungsüberschüsse einbezogen
- Eigenkapitalrendite als Kapitalisierungszinssatz, dh es wird nicht mit einem aus Eigen- und Fremdkapitalkosten gewichteten Zinssatz (das ist der WACC in der Bruttomethode), sondern nur mit einem aus den Eigenkapitalkosten abgeleiteten Zinssatz gerechnet.

71

## Unternehmensbewertung

- Definition des Free Cash Flow (nur bei Bruttomethode/entity approach!):
  - Cash Flow nach Steuern, der den Kapitalgebern, also Fremdkapital- und Eigenkapitalgebern, zur Verfügung steht
  - Der abgezinste Free Cash Flow ergibt in der Barwertsumme stets nur den Enterprise Value, dh den fiktiven Wert des Unternehmens, wenn es kein (verzinsliches) Fremdkapital hätte.
  - Die Unternehmenswerterhöhung aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen wird nicht bei Berechnung der Steuern im Free Cash Flow, sondern pauschal und separat im Kapitalisierungszinssatz (WACC) durch Reduktion der darin enthaltenen Fremdkapitalkosten um den Steuersatz (sogenanntes Tax-Shield) und damit unternehmenswerterhöhend berücksichtigt.

72

## Unternehmensbewertung

### Ermittlung des Free Cash Flow:

- Operatives Ergebnis (vor Zinsen und Steuern)
- Ertragsteuern, dem operativen Ergebnis  
zurechenbar
- Operatives Ergebnis vor Zinsen nach Steuern
- +/- Abschreibungen/Zuschreibungen
- +/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
- +/- Veränderung langfristiger Rückstellungen
- = Operativer Brutto Cash Flow
- +/- Veränderungen des working capital
- Gesamtinvestitionen (saldiert mit Anlageerlösen)
- = Operativer FCF

73

## Unternehmensbewertung

### Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten (WACC):

Der WACC (Weighted Average Cost of Capital) ist jener Kapitalisierungszinssatz, welcher die Eigen- und Fremdkapitalkosten im Verhältnis der konkreten Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals gewichtet, wobei die Fremdkapitalkosten wegen der steuerlichen Abzugsfähigkeit des Zinsaufwandes um 25% Körperschaftsteuer reduziert werden.

74

## Unternehmensbewertung

- Schätzungsmodell zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten: Capital Asset Pricing Model (CAPM)
  - risikofreier, langfristiger Durchschnittszinssatz
  - erhöht um Risikoprämie (= Beta-Faktor \* Marktrisiko­prämie)

75

## Unternehmensbewertung

- Risikoloser Basiszinssatz:
  - Ermittlung anhand 10 bis 30 jähriger (österreichischer bzw deutscher) Bundesanleihen
  - Stichtagsbezogene Betrachtung versus Periodendurchschnitt

76

## Unternehmensbewertung

- Beta-Faktor:
  - Immanenter Bestandteil bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten gem. CAPM
  - Risikoabgeltung eines bestimmten Wertpapiers
    - Einschätzung der Risikoanlage des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt (systematisches Risiko)
  - Ermittlung des Beta-Faktors mittels Bloomberg (Tendenzaussagen mittels Branchen-Betas laut Damodaran-Homepage möglich)

77

## Unternehmensbewertung

- Gewichtung der erhobenen Beta-Faktoren einer Peer Group nach der jeweiligen Marktkapitalisierung für das unverschuldete Unternehmen (**unlevered Beta**)



von der spezifischen Verschuldungssituation des jeweiligen Unternehmens der Peer Group wird auf ein unverschuldetes Unternehmen rückgerechnet

- Ansatz der konkreten oder branchenspezifischen Ziel-Kapitalstruktur (**relevered or levered Beta**)

78

## Unternehmensbewertung

- Beta-Faktor
  - Ausdruck für das systematische Risiko (Marktrisiko) des Unternehmens
  - Unsystematisches Risiko wird wegdiversifiziert
    - Diversifizierte Investoren
  - Systematisches Risiko kann durch Diversifikation (Portefeuillebildung) nicht vermieden werden.
  - Systematisches Risiko setzt sich zusammen aus:
    - Geschäftsrisiko (Investitionsrisiko, Business Risk)
    - Kapitalstrukturrisiko (finanzwirtschaftliches Risiko, Financial Risk)

79

## Unternehmensbewertung

- Marktrisikoprämie beim WACC des DCF-Verfahrens:

Marktrisikoprämie = Differenz zwischen erwarteter  
Marktrendite und dem  
gewählten risikolosen Zinsfuß

80

## Unternehmensbewertung

- Fremdkapitalkosten im WACC-Zinssatz:
  - In die WACC-Ermittlung fließen die marktüblichen Fremdkapitalkosten ein
  - „Tax Shield“: Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen durch Reduktion des WACC

81

## Unternehmensbewertung

- Inflations- bzw Wachstumserwartungen:
  - Geldwertbedingte Anpassung der Erlös- und Aufwandspositionen in der Planperiode („Phase I“) vor Beginn der ewigen Rente und
  - in der Phase II: Wachstumsabschlag im Zinssatz bei der Ermittlung der ewigen Rente mathematisch notwendig, da die ewige Rente selbst nur einen ewig konstanten jährlichen Cash-Flow in der Phase II unterstellt. Durch die Reduktion des WACC um den Wachstumsabschlag ergibt sich für die Abzinsung der Cash-Flow-Beträge in der Phase II ein niedrigerer Diskontierungszinssatz, der beispielsweise das jährliche inflationäre Wachstum des Cash-Flow berücksichtigen kann.

82

## Unternehmensbewertung

-  alternative bzw ergänzende Bewertung von Unternehmen durch sogenannte „Multiples“ (Multiplikatoren) basierend auf der Analyse von (Vergleichs-) Unternehmen einer „Peer Group“

83

## Unternehmensbewertung

$$(1) \quad \frac{\text{Wert}_{\text{VerglUnt}}}{\text{RefGröße}_{\text{VerglUnt}}} = \text{Multiple}_{\text{VerglUnt}}$$

$$(2) \quad \text{Multiple}_{\text{VerglUnt}} * \text{RefGröße}_{\text{BewObj}} = \text{Wert}_{\text{BewObj}}$$

### Similar Public Company-Methode (SPCM)

[oder auch Comparable Company Analysis (CCA)]

### Recent Transaction/Acquisition-Methode

[oder auch Comparable Transaction Analysis (CTA)]

Vereinfachte Kaufpreisfindung bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen auf Basis von **Branchen-Multiplikatoren**

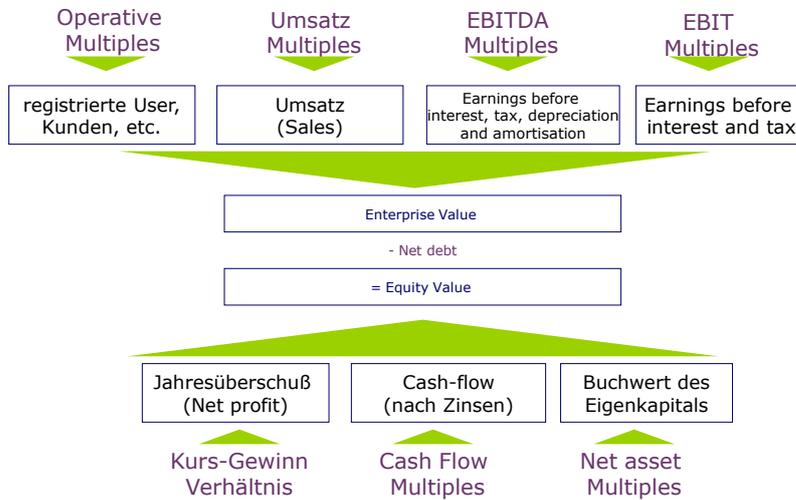
84

## Unternehmensbewertung

- Multiple-Methoden:
  - Grobe Bewertung börsennotierter Unternehmen, Emissionspreisfindung bei IPOs
  - Besondere Relevanz bei der Bewertung von Unternehmen der New Economy
  - Oft in **Unternehmenskaufverträgen** enthalten als Kaufpreisformel bzw als Anpassungsklausel für den Fall einer Kaufpreismachbesserung gemäß der zukünftigen Verbesserung der Ertragslage („Earn-out-Klauseln“)
  - **Zur Plausibilisierung der durch andere Verfahren (insbesondere durch die DCF-Methode) ermittelten Unternehmenswerte**
  - uU als eigenständiges Verfahren in Abhängigkeit vom Bewertungszweck (ersetzt aber kein Bewertungsgutachten gemäß Kammer-Fachgutachten KFS BW1)

85

## Unternehmensbewertungsmethode „SPCM“:



86

## Unternehmensbewertung

### • Anwendungsbeispiele Multiple-Methoden:

#### Umsatzmultiplikator:

- Wenn eine Rechtsanwaltskanzlei mit einem Umsatz von EUR 2 Mio und einem Umsatzmultiplikator von beispielsweise 1 zu bewerten ist, dann hat dieses Unternehmen vor Abzug der net debt (insb. Bankschulden, etc) einen Enterprise Value von EUR 2 Mio, welches für den Fall, dass es keine net debt gibt (zB vollständig eigenfinanzierte Kanzlei) auch dem equity value (= Unternehmenswert) der Kanzlei entspricht.
- Im Fall von net debt (Bankschulden etc.) in Höhe von EUR 0,5 Mio wäre der Enterprise Value von EUR 2 Mio um EUR 0,5 net debt zu vermindern, um den equity value von EUR 1,5 Mio zu erhalten.

87

## Unternehmensbewertung

### Beispiel Net income - Multiple:

- Wenn ein Unternehmen mit einem Jahresüberschuss (= Ergebnis nach Berücksichtigung des Finanzergebnisses und damit auch der Zinsaufwendungen und auch nach Abzug von Ertragsteuern) in Höhe von EUR 1 Mio und einem net income-multiple von (je nach Branche und Risikoprofil des Unternehmens) beispielsweise 10 zu bewerten ist, dann hat dieses Unternehmen) einen equity value von EUR 10 Mio.
- Da der Multiplikator in diesem Fall auf eine Größe Bezug nimmt, die nach Berücksichtigung der Fremdkapitalzinsen ermittelt wird (hier: der Jahresüberschuss), ergibt sich nach der Multiplikation bereits der Unternehmenswert (equity value). Der (zusätzliche) Abzug der net debt wäre unzulässig, da dann das Fremdkapital doppelt (einmal in Form der den Jahresüberschuss mindernden Zinsen, ein weiteres Mal in Form des ausständigen Fremdkapitals) berücksichtigt wäre.

88

## Unternehmensbewertung

### Recent Transaction-Methode:

#### Vorteile

- vergangene Transaktionen geben ein Bild von Angebot und Nachfrage
- „realistisch“ insoweit, als die vergangenen Transaktionen auf Basis der zugrunde gelegten Multiples tatsächlich abgeschlossen wurden (wenn auch nur für ähnliche Unternehmen derselben Branche); ähnlich wie bei der Bewertung von Immobilien anhand von Quadratmeterpreisen laut Kaufpreislisten gemäß den Daten laut Grundbuch

#### Nachteile

- vergangene Transaktionen sind nur sehr eingeschränkt vergleichbar
- veröffentlichte Daten sind oft nur schwer (bis gar nicht) erhältlich, mißverständlich bzw. schwer zu quantifizieren (Aktientausch, Nebenabsprachen, ...)
- Werte variieren oft über eine große Bandbreite und sind deshalb nur eingeschränkt verwendbar
- Kaufpreise können Synergien, Kontrollprämien, etc. beinhalten, die nur schwer quantifizierbar sind

89

## Finanzierung

- Innenfinanzierung
  - Finanzierung des Unternehmens aus dem eigenen cash flow
  
- Außenfinanzierung
  - Fremdkapital
    - Kurz- und mittelfristige Fremdfinanzierung
    - Langfristige Fremdfinanzierung
  - Eigenkapital

90

## Finanzierung

- Innenfinanzierung
  - 1. Selbstfinanzierung
    - aus Gewinnen, die nicht ausgeschüttet werden
    - offene Selbstfinanzierung
      - Bilanzgewinn (Dividenpolitik; pay out ratio)
      - Gewinnrücklagen
      - § 229 Abs 6 UGB (gesetzliche Rücklage)
      - § 23 GmbHG
      - § 122 UGB
      - Ausschüttungssperren (§§ 226 Abs 2, 235 UGB)
    - stille Selbstfinanzierung
      - stille Reserven

91

Eine Form der offenen Selbstfinanzierung ist es, den Bilanzgewinn eines Wirtschaftsjahres nicht (vollständig) an die Gesellschafter auszuschütten. Der maximal zur Verfügung stehende Betrag ist dabei von der Dividendenpolitik des Unternehmens abhängig. Eine Kennzahl für die offene Selbstfinanzierung mittels Bilanzgewinnes ist die **dividend pay out ratio** (Dividenden dividiert durch Jahresüberschuss, zB Jahresüberschuss in Höhe von 10 Mio, Dividenden in Höhe von 3 Mio, dividend pay out ratio =  $3/10=0,3$  bzw 30%; 70% des Jahresüberschusses dienen somit der offenen Selbstfinanzierung).

§ 229 Abs 6 UGB: In die gesetzliche Rücklage ist ein Betrag einzustellen, der mindestens dem zwanzigsten Teil des um einen Verlustvortrag geminderten Jahresüberschusses nach Berücksichtigung der Veränderung unverteuerter Rücklagen entspricht, bis der Betrag der gebundenen Rücklagen insgesamt den zehnten oder den in der Satzung bestimmten höheren Teil des Nennkapitals erreicht hat.

§ 122 UGB:

(1) Jeder Gesellschafter hat Anspruch auf Auszahlung seines Gewinnanteils. Der Anspruch kann jedoch nicht geltend gemacht werden, soweit die Auszahlung zum offenbaren Schaden der Gesellschaft gereicht, die Gesellschafter ein anderes beschließen oder der Gesellschafter vereinbarungswidrig seine Einlage nicht geleistet hat.

(2) Im Übrigen ist ein Gesellschafter nicht befugt, ohne Einwilligung der anderen Gesellschafter Entnahmen zu tätigen.

§ 226 Abs 2 UGB:

Gewinne dürfen im Fall eines Abgrenzungspostens gemäß § 198 Abs. 10 nur ausgeschüttet werden, soweit die danach verbleibenden jederzeit auflösbaren Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags dem ausgewiesenen Betrag mindestens entsprechen.

§ 235 (1) UGB: Gewinne dürfen nicht ausgeschüttet werden, soweit sie durch Umgründungen unter Ansatz des beizulegenden Wertes entstanden sind und

1. aus der Auflösung von Kapitalrücklagen stammen,
2. nicht als Kapitalrücklage ausgewiesen werden können, oder
3. der beizulegende Wert für eine Gegenleistung angesetzt wurde.

Dies gilt sinngemäß für einen Übergang des Gesellschaftsvermögens gemäß § 142. Die ausschüttungsgesperrten Beträge vermindern sich insoweit, als der Unterschiedsbetrag zwischen Buchwert und dem höheren beizulegenden Wert in der Folge insbesondere durch planmäßige oder außerplanmäßige Abschreibungen gemäß den §§ 204 und 207 oder durch Buchwertabgänge vermindert wird. Dies gilt unabhängig von der Auflösung einer zugrunde liegenden Kapitalrücklage.

(2) Bei Aktivierung latenter Steuern gemäß § 198 Abs. 9 dürfen außerdem Gewinne nur ausgeschüttet werden, soweit die danach verbleibenden jederzeit auflösbaren Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags dem aktivierten Betrag mindestens entsprechen.



# Finanzierung

## 2. Aufwandsfinanzierung

- Finanzierung aus Abschreibungen
- Finanzierung aus Rückstellungen
  - Sozialkapital
  - Steuerkredit, latente Steuern
    - § 198 Abs 9 UGB (Steuerabgrenzung)

## 2. Finanzierung aus Vermögensumschichtungen

92

Als **Sozialkapital** bezeichnet man langfristige Rückstellungen wie Abfertigungsrückstellungen, Pensionsrückstellungen und Jubiläumsrückstellungen. Die Bezeichnung Sozialkapital ergibt sich, da solche Rückstellungen durch den Personaleinsatz bedingt sind und sich an künftige Zahlungen für die Belegschaft orientieren.

**Latente Steuern** sind verborgene Steuerlasten oder -vorteile, die sich aufgrund von Unterschieden im Ansatz und/oder in der Bewertung von Vermögensgegenständen bzw. Schulden zwischen der Steuerbilanz und Handelsbilanz ergeben haben und die sich in späteren Geschäftsjahren voraussichtlich abbauen, das heißt in der Zukunft zu Unterschieden zwischen steuerlichen und handelsbilanziellen Gewinnen führen. Aktive latente Steuerabgrenzungsposten können für zukünftige Steuervorteile (zukünftig steuerlich höheres Gewinnabzugspotential), passive latente Steuerrückstellungen müssen für zukünftige Steuerlasten (zukünftig steuerlich höheres Ertragspotential) gebildet.



# Finanzierung

- Außenfinanzierung

- 1. Kurz- und mittelfristige Fremdfinanzierung

- Lieferantenkredit
      - Skonto
    - Kundenanzahlungen
      - **performance bond**: Bankgarantie im Auftrag eines Verkäufers zugunsten eines Kunden; soll den Kunden gegen nicht ordnungsgemäße Lieferung sichern (üblich zB im internationalen Anlagenbau) (Erfüllungsgarantie)
    - Kontokorrentkredit
      - §§ 355 – 357 UGB
      - Personalkredit: ohne Sicherheiten (auf Basis Bonität)
      - Sicherheitenkredit. gegen Sicherheiten

93

Werden Waren auf Ziel verkauft, kommen häufig Zahlungskonditionen wie zB „30 Tage netto Kassa oder Barzahlung innerhalb von 8 Tagen mit 2% **Skonto**“ zur Anwendung. Wird die Zahlung unter Ausnutzung des Skontos binnen 8 Tagen durchgeführt, führt dies zu einer aufs Jahr gerechneten 33%igen Verzinsung (2% für 22 Tage = 33% pro Jahr). In derart extremen Fällen kann es sich bei Zahlungsschwierigkeiten empfehlen, mit Bankkrediten die Lieferverbindlichkeiten bar abzudecken, weil die Zinsdifferenz oft einen hohen positiven Saldo ergibt.

**Kontokorrentkredite** haben den Zweck, den Unternehmen innerhalb festgelegter Kreditrahmen eine gewisse Beweglichkeit in ihrer Finanzgebarung zu geben. Kontokorrentkredite sind dem Wesen nach kurzfristig. Die volle Ausnutzung des Kreditrahmens ist meist vorübergehend. Falls sie über längere Zeit anhält, kann sie bedenklich sein, weil sie auf eine größere Schuldenlast schließen lässt, die offenbar nicht abgebaut werden kann. Es können zwei Formen von Kontokorrentkrediten unterschieden werden. **Personalkredite** werden ohne Sicherheiten auf Grund des guten Rufes des Bankkunden gewährt. **Sicherheitenkredite** basieren hingegen auf Bürgschaften, Wechselakzepten, hypothekarischen Belastungen, der Verpfändung von Effekten usw.

## Finanzierung

- Lombarddarlehen
  - gegen Verpfändung leicht realisierbarer Güter, insb. Wertpapiere
  - Belehnungsgrenze
- Kundenkredit/Zessionskredit/Teilzahlungskredit
  - Erzeuger/Händler tritt seine Kundenforderung an eine Bank ab, haftet aber weiterhin mit
  - Kunde zahlt meist in Raten (Teilzahlungskredit)

94

Beim **Lombardkredit** kommt es zur Verpfändung von leicht realisierbaren Gütern (Edelmetalle, Wertpapiere, bestimmte Warenarten). Die Kredithöhe ist vom Wert (bzw. der Wertbeständigkeit) der verpfändeten Güter abhängig. Die Belehnungsgrenze beläuft sich bis auf 50% - 90% des Wertes der belehnten Güter.

## Finanzierung

- Factoring
  - Verkauf von noch nicht fälligen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen an einen Factor (Bank), idR gegen sofortige Bevorschussung iHv 80 %
  - Finanzierungsfunktion: Kreditzinsen
  - Dienstleistungsfunktion (Bonitätsprüfung, Debitorenbuchhaltung, Mahnwesen): Factoringgebühr
  - Versicherungsfunktion: Delkredere-Gebühr
  - Forfaitierung: regressloser Ankauf von mittelfristigen Exportforderungen durch ein KI. Der Forfateur übernimmt manchmal auch noch das Währungsrisiko.

95



## Finanzierung

- Außenfinanzierung
  - staatliches Exportförderungssystem
    - Risikoabsicherung über Garantien
    - Österreichische Kontrollbank
      - politische Risiken
      - wirtschaftliche Risiken
        - Exporte in OECD-Länder, Laufzeit über 2 Jahre
        - Exporte in nicht OECD-Länder
        - Beteiligungen
  - AWS Austria Wirtschaftsservice GmbH
    - Projektgarantien für das wirtschaftliche Risiko von Auslandsinvestitionen (Internationalisierungsförderung für KMU)

96

Exporthaftungen des Bundes - Exportgarantien und Wechselbürgschaften - begrenzen die Risiken für Unternehmen die exportieren oder im Ausland investieren. Die OeKB ist von der Republik beauftragt, die Exporthaftungen anzubieten und abzuwickeln. Sie fungiert somit als Export Credit Agency (ECA) der Republik Österreich.

Mit Exportgarantien bleiben die Folgen von Zahlungsausfällen bei Exportgeschäften überschaubar. Denn sie schützen Unternehmen, deren Abnehmer aus wirtschaftlichen oder politischen Gründen nicht zahlen. Bei Auslandsinvestitionen sichern die Exportgarantien gegen politische Risiken ab.



# Finanzierung

## 2. Langfristige Fremdfinanzierung

- Abstattungskredit (term loan facility)
  - Einmalkredit mit einer Laufzeit von wenigstens 3 Jahren und einem genau vereinbarten Tilgungsplan. Kann nicht wiederausgenutzt werden
  - Hypothekarkredit: Abstattungskredit, der mit einer Hypothek auf eine Liegenschaft besichert ist.
    - Einverleibungsgebühr nach GGG: 1,2 %
    - einverleibungsfähige Pfandbestellungsurkunde

97



# Finanzierung

- Anleihe/Obligation/Schuldverschreibung/bond
  - langfristige Darlehen (übliche Laufzeit zwischen 8 und 15 Jahren) in verbriefter Form
  - Aufnahme und Handel über den Kapitalmarkt
  - KMG: private placement – öffentliches Anbot: Prospektpflicht
  - BörseG
  - Pfandbriefe: werden als festverzinsliche Anleihen von Banken begeben und haben ein sehr gutes rating, weil sie durch Hypotheken oder Staatsanleihen besichert sind
  - Zero bond (Null-Kupon-Anleihe): nominell unverzinsten Anleihe. Die Rendite ergibt sich aus der Differenz zwischen dem niedrigeren Ausgabekurs und dem von vornherein festgelegten höheren Tilgungskurs
    - Endbesteuerung mit KEST bei öffentlichem Anbot

98



## Finanzierung

- Außenfinanzierung
  - Asset Backed Securities (ABS Struktur)  
Eine Zweckgesellschaft (conduit) kauft Forderungen (zB Kreditportfolio von Banken) auf und finanziert den Kaufpreis durch Ausgabe verbriefter Forderungen. Die ausgegebenen Wertpapiere haben ein besseres rating als die Unternehmen, das die Forderungen verkauft hat.

99



## Finanzierung

- Außenfinanzierung
  - Wandelschuldverschreibungen (convertible bond)
    - Wandelanleihe
    - Optionsanleihe
    - Aktienanleihe (reverse convertible bond; cash or shares)

100

Wandelschuldverschreibungen stellen zunächst Fremdkapital dar, räumen aber dem Gläubiger entweder ein Umtauschrecht (Wandelanleihe) oder ein Bezugsrecht (Optionsanleihe) auf Aktien ein.

Entsprechend der Erfolgsentwicklung kann der Gläubiger zu einem späteren Zeitpunkt die **Wandelanleihe** in Aktien umtauschen.

Bei der **Optionsanleihe** wird unabhängig davon, ob vom Bezugsrecht Gebrauch gemacht wird oder nicht, am Ende der vereinbarten Laufzeit die Anleihe getilgt. Dadurch ist es möglich, das Bezugsrecht (Optionsrecht) von der Anleihe zu trennen und isoliert an der Börse zu handeln (Optionsschein).

Bei einer **Aktienanleihe** behält sich der Emittent das Recht vor, statt der Rückzahlung der Anleihe zum Nominalbetrag eine von vornherein festgelegte Stückzahl einer bestimmten Aktie zu liefern. Dies wird der Emittent bevorzugen, wenn der Wert der Aktien geringer ist als der Nominalwert der zu tilgenden Anleihe.



## Finanzierung

### • Außenfinanzierung

- Gewinnschuldverschreibungen (profit participating bond)
  - HV-Beschluss mit  $\frac{3}{4}$  Mehrheit erforderlich (§ 174 Abs 1 AktG)
  - Bezugsrecht der Aktionäre (§ 174 Abs 4 AktG)
  
- Genussrechte
  - HV-Beschluss mit  $\frac{3}{4}$ -Mehrheit erforderlich (§ 174 Abs 3 AktG)
  - Bezugsrecht der Aktionäre (§ 174 Abs 4 AktG)
  - kein Stimmrecht
  - § 8 Abs 3 Z 1 KStG: steuerlich als Eigenkapital zu behandeln, wenn mit dem Genussrecht neben dem Recht auf Beteiligung auf Gewinn auch das Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös verbunden ist.

101

**Gewinnschuldverschreibungen** (Gewinnscheine) räumen dem Gläubiger neben einer festen Verzinsung auch eine Gewinnbeteiligung ein. Diese kann begrenzt sein und wird gegebenenfalls erst gewährt, wenn die Dividenden ein bestimmtes Ausmaß erreicht haben.

**Genussrechte** sind aktienähnliche Wertpapiere, die im Falle einer Sanierung oder bei befristeten Eigenmittelzufuhren Einsatz finden können. Sie verbriefen vermögensrechtliche Ansprüche gegen die Gesellschaft, meist auf Beteiligung am Gewinn oder am Liquidationserlös (Anteilspapier).

# Finanzierung

- Außenfinanzierung
  - Leasing
    - Definitionen:
      - allgemein
      - operational leasing
      - financial leasing
        - full pay out (Vollamortisation) während der Grundmietzeit
        - non full pay out (Teilamortisation, Restwertleasing)
    - sale and lease back
    - Zurechnung des Leasinggutes
      - § 238 Abs 1 Z 10 UGB
      - steuerrechtlich (Rz 135 – 150 EStR)
      - nach IFRS (IAS 17)

102

Beim **operational leasing** erwirbt der Mieter ein kurzfristiges, in der Regel jederzeit kündbares Nutzungsrecht am Mietobjekt.

Beim **financial leasing** ist die Grundmietzeit über einen längeren Zeitraum fixiert, den Partnern ist kein Kündigungsrecht eingeräumt. Das Investitionsrisiko obliegt daher dem Mieter. Bei dieser Form des Leasings können 2 Arten von Verträgen unterschieden werden: **Full pay out** Verträge, bei welchen der Leasingnehmer mit den während der Grundmietzeit entrichteten Raten mindestens die Anschaffungs- oder Herstellkosten und die Finanzierungskosten des Leasinggebers abdeckt. **Non full pay out** Verträge, bei welchem dem Leasingnehmer am Ende der Grundmietzeit der wirtschaftliche Wert des Leasing-Objektes zufließt und es sich um ein verdecktes Teilzahlungsgeschäft handelt und den Leasingnehmer zur Bilanzierung des Leasing-Objektes verpflichtet.

Das **sale and lease back** Verfahren hat zunächst den Verkauf von Anlagegütern an eine Leasing-Gesellschaft zum Inhalt. Diese Güter werden dann vom Verkäufer wieder (zurück) gemietet. Sale and lease back hat zur Beseitigung von Liquiditätsengpässen eine gewisse Bedeutung.



# Finanzierung

- Außenfinanzierung

- Mezzanin-Kapital

- Mittelding zwischen Eigenkapital- und Fremdkapital
    - typische Charakteristika:
      - ohne Sicherheiten
      - gewinnabhängige Gegenleistung
      - langfristig (rd. 10 Jahre)
      - nachrangig (subordinated)
    - hohe Flexibilität bei der Ausgestaltung
    - equity mezzanine: Genussrechte, Genussscheine, stille Beteiligungen
    - debt mezzanine: nachrangige, partiarische Darlehen
    - wegen des hohen Risikos: hohe Transaktionskosten, hohe „Verzinsung“
    - Bilanzierungsfragen, Steuerfragen

103

**Equity mezzanine** werden bei der begebenden Gesellschaft wie Eigenkapital bilanziert. **Debt mezzanine** werden bei der begebenden Gesellschaft wie Fremdkapital bilanziert.



## Finanzierung

### – Banken

typische Bankgeschäfte:

- Wertpapiergeschäfte
  - Wertpapierkommissionsgeschäfte (Kauf/Verkauf von WP im eigenen Namen, aber auf fremde Rechnung)
  - Depotgeschäft (Verwahrung von WP für andere)
  - Investmentgeschäft (Vermögensverwaltung)
  - Emissionsgeschäft (Übernahme von WP zur Platzierung bzw. Übernahme von Platzierungsgarantien)

104



## Finanzierung

### – Banken

typische Bankgeschäfte (2)

- Kreditgeschäfte
  - Darlehen/Kredite
  - Garantien (Avale)
    - » Avalkredit: Haftungsübernahme durch Bank gegenüber einem Dritten gegen Provision (Bankgarantie)
    - » performance bond: Bankgarantie im Auftrag eines Verkäufers zugunsten eines Kunden; soll den Kunden gegen nicht ordnungsgemäße Lieferung sichern (üblich zB im internationalen Anlagenbau) (Erfüllungsgarantie)
- Zahlungsverkehr
  - » Girokonten, Kreditkarten
- Einlagengeschäft
  - » Termingelder, Spareinlagen

105

Das **Girokonto** ist ein von Kreditinstituten für Bankkunden geführtes Kontokorrentkonto zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Zahlungen werden zu Gunsten und zu Lasten des Girokontos gebucht.

**Termingelder** sind kurz- bis mittelfristige Geldanlagen bei Kreditinstituten, bei denen es eine feste Laufzeit oder eine feste Kündigungsfrist gibt.

**Spareinlagen** sind Einlagen bei Kreditinstituten, die der unbefristeten Geldanlage dienen und nicht für den Zahlungsverkehr bestimmt sind.



## Finanzierung

- Banken
  - Geldmarkt: kurzfristige Kredite (bis 12 Monate)
  - Kapitalmarkt: mittel- bis langfristige Kredite
  - EURIBOR: European Interbank Offered Rate
    - Zinssatz für Termingelder, die zwischen europäischen Banken gehandelt werden
  - LIBOR: London Interbank Offered Rate

106

Ob Kredite am **Geld-** oder **Kapitalmarkt** in Anspruch genommen werden, hängt von vielen unterschiedlichen Faktoren ab (zB Rechtsform des Betriebes, Betriebsgröße, Betriebszweck, zu finanzierende Betriebsaufgabe, Kreditkonditionen, Kreditfähigkeit, Kreditwürdigkeit usw).

Der **EURIBOR** ist der im Bereich der Europäischen Währungsunion geltende Geldmarktsatz für eine Woche sowie für Ein- bis Zwölfmonatsgelder. Er ermittelt sich aus dem Durchschnittszinssatz, zu dem sich die wichtigsten europäischen Finanzunternehmen Geld leihen. Der EURIBOR gilt als Referenzzinssatz bei vielen variabel verzinslichen Anleihen (Floatern) sowie bei Krediten.

Der **LIBOR** ist ein täglich festgelegte Referenzzinssatz im Interbankengeschäft. Es handelt sich um Referenzzinssätze, welche die wichtigsten internationalen, in London tätigen Banken festlegen.



## Finanzierung

- Banken

- Private Banking

- **Vermögensberatung**: Bank macht Vorschläge, der Kunde entscheidet über die Veranlagungen
    - **Vermögensverwaltung (Asset Management)**: der Kunde gibt der Bank den Auftrag zur Veranlagung seines Vermögens nach festgelegten Veranlagungsgrundsätzen (Anlagestrategien); der Kunde nimmt nicht direkt Einfluss auf die einzelnen Veranlagungsentscheidungen
    - typische Asset Kategorien:
      - » Liquidität (cash)
      - » equities (Aktien)
      - » debt (Anleihen)
      - » real estate (Immobilien)
      - » alternative investments (private equity, hedge funds, real estate)

107



## Finanzierung

- Banken: Risikoarten im Lichte der Mindestkapitalanforderungen

- Kreditrisiko
    - » das mit dem Verleihen von Geld verbundene Risiko des default des Kreditnehmers
  - Marktrisiko
    - » negative Marktentwicklung wie Zinssätze, Aktien- und Wechselkurse, Gold- und Rohstoffpreise
  - operationelles Risiko (Betriebsrisiko)
    - » Versagen von Mitarbeitern, interner Prozesse und Systeme; Betrugs- und Unterschlagungsrisiko

108



## Finanzierung

- Banken: Kreditrisiko und Bonitätsbeurteilung/Rating
  - a) Standardansatz  
Bonitätsbeurteilung auf Basis externer Ratings  
Rating: standardisierte Beurteilung der Bonität eines Unternehmens,  
d.h. Risiko des default des Kreditnehmers (zB AAA, BB-)  
externe Ratings werden von unabhängigen Ratingagenturen erstellt,  
wie vor allem: Moody's, Standard & Poor's, Fitch  
sonst pauschaler Satz für Risikogewichtung
  - b) Internal Rating basierter (IRB) Ansatz  
bankinterne Einschätzung der Bonität (interne Ratings)  
günstigere EK-Unterlegung soll einen Anreiz für den IRB-Ansatz darstellen  
risikogerechter Ansatz

109



## Finanzierung

- Außenfinanzierung
  - 2. Eigen- oder Beteiligungsfinanzierung
    - außerhalb der Börse (private equity)
    - über die Börse

110



# Finanzierung

- Außenfinanzierung - Private Equity

Kapitalaufbringung durch private und institutionelle Anleger außerhalb der Börse

- institutionelle Anleger = Finanzinvestoren: legen berufsmäßig Geld an wie zB Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Investmentfonds

## 1. Venture Capital

- » Gründer haben meist nicht ausreichend privates Vermögen
- » Unternehmen kann keine ausreichenden Sicherheiten bieten
- Business Angels
  - » meist vermögende Privatpersonen, die Kapital, Management know how und ihr Netzwerk jungen/innovativen Unternehmen zur Verfügung stellen
- Seed Finance
  - » Finanzierung von Forschung und Entwicklung, um aus einer Idee ein marktreifes Produkt zu machen
  - » hohes Risiko/niedriger Preis

111



# Finanzierung

- Außenfinanzierung - Private Equity

## 1. Venture Capital

- Early Stage Finance
  - » Finanzierung von Produkttests, Marketing und Aufbau einer Serienfertigung
- Expansion/Growth Finance
  - » Finanzierung Ausbau der Produktion und des Vertriebes für ein marktreifes Produkt
  - » geringes Risiko/ hoher Preis
- typische Charakteristika:
  - » zeitlich begrenztes Eigenkapital
  - » Minderheitsbeteiligung mit umfangreichen Kontroll- und Mitspracherechten
  - » professionelle Prüfung (due diligence)

## 2. Mezzanin-Kapital

siehe eigene Folie im Kapitel langfristige Fremdfinanzierung

112



## Finanzierung

- Außenfinanzierung - Private Equity

### 3. Buy-Outs

- **MBO**: Management Buy Out. Das bestehende Management kauft mit Unterstützung von private equity das Unternehmen
- **LBO**: Leveraged Buy Out
- **MBI**: Management Buy In. Ein fremdes Management kauft sich mit Unterstützung von private equity in ein Unternehmen ein.
- **target**: Zielunternehmen
- **exit strategies**
  - » **IPO**: Initial Public Offering: Börsegang
  - » **Trade Sale**: Verkauf en bloc an einen (strategischen) Investor
  - » **Secondary Purchase**: Weiterverkauf an eine andere private equity Gesellschaft
  - » **Buy Back**: Verkauf zurück an den früheren Eigentümer

113



## Finanzierung

- Außenfinanzierung - Private Equity

- „**Heuschreckendiskussion**“:
  - kaufen Unternehmen und Beteiligungen, um sie zu restrukturieren und mittelfristig mit möglichst hohem Gewinn wieder weiterzuverkaufen; Gewinnmaximierung ohne auf die Menschen oder das Unternehmen Rücksicht zu nehmen oder besondere ethische Grundsätze zu haben, Kapitalismus pur
  - sehr kontroverse Diskussion
- einige bekannte Vertreter der private equity Szene: Blackstone, Carlyle, Cerberus, KKR, Allianz Capital Partners, 3i

114



## Finanzierung

- Außenfinanzierung - Private Equity
  - **typischer Ablauf /typische Dokumente bei einer Auktion betreffend ein target (Zielunternehmen)**
    - information/investment memorandum wird an die longlist der Interessenten versandt
    - indikative Angebote
    - shortlist der Interessenten
    - confidentiality/non-disclosure agreement
    - data room
    - due diligence (legal, financial, tax, HR, environmental, technical, etc.)
    - LOI (Letter of Intent), MOU (Memorandum of Understanding), term sheet, exclusivity agreement
    - Vertragsverhandlungen, Strukturierung des deals
    - Vertragsabschluss (signing)
    - Verfahren vor der Wettbewerbsbehörde
    - Eintritt sonstiger aufschiebender Bedingungen
    - Closing

115



## Finanzierung

- Außenfinanzierung – Börse
  - IPO (Initial Public Offering)
    - **Pros**
    - **Cons**
      - Offenlegungspflichten – Bereitschaft?
      - Änderung der Organisation und des Managements
      - Kosten des IPO, insb.
        - » Aufbereitung der Unterlagen
        - » Investmentbank
        - » KMG-Prospekt
        - » comfort letter
        - » road shows, PR
        - » Berater
      - laufende Kosten
        - » Dividenden
        - » Investor Relations
        - » homepage
        - » Geschäftsberichte, Quartalsberichte, etc.
        - » Hauptversammlung
        - » PR, Medienbetreuung
        - » Market Maker
      - Kosten des going private
      - Risiken
        - » feindliche Übernahme
        - » Verstöße gegen BörseG (Insiderhandel, Marktmissbrauch bzw. – manipulation)

116