universität wien

Masterarbeit

Titel der wissenschaftlichen Arbeit

„Unternehmensbewertung von Arztpraxen anhand des modifizierten Ertragswertverfahrens“

Verfasserin

Elisabeth Diem

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, im Juli 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt	A 066 915
Studienrichtung lt. Studienblatt	Masterstudium Betriebswirtschaft
Betreuer:	o. Univ.-Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

Inhaltsverzeichnis

Worte der Dankbarkeit VI
Abkürzungsverzeichnis VII
Abbildungsverzeichnis VIII
Tabellenverzeichnis IX
1. Einleitung 1
1.1. Themenrelevanz 1
1.2. Ziel der Arbeit 2
1.3. Aufbau der Arbeit 3
2. Allgemeines zur Unternehmensbewertung von Arztpraxen 4
2.1. Anlässe für Bewertungen 4
2.1.1. Transaktionsbezogene Anlässe 5
2.1.1.1. Dominierte Bewertungsanlässe 5
2.1.1.2. Nicht dominierte Bewertungsanlässe 5
2.1.2. Nicht-transaktionsbezogene Anlässe 7
2.1.3. Hohe Relevanz des konkreten Bewertungsanlasses 7
2.2. Bewertungszwecke 8
2.2.1. Allgemeines zum Bewertungszweck 8
2.3. Bewertungsfunktionen 8
2.3.1. Allgemeines 8
2.3.2. Beratungsfunktion 9
2.3.3. Vermittlungs- und Schiedsfunktion 10
2.3.3.1. Aufteilung im Verhältnis der Entscheidungswerte 10
2.3.3.2. Ermittlung der Differenz der Entscheidungswerte 11
2.3.3.3. Ermittlung eines objektiven Unternehmenswertes 12
2.3.4. Argumentationsfunktion 13
2.3.5. Funktion des neutralen Gutachters 13
3. Besonderheiten von Arztpraxen 14
3.1. „Unternehmen“ von öffentlichem Interesse 14
3.1.1. Die fehlende Börsennotierung der Arztpraxis 15
3.1.2. Sicherheit der Einnahmen 16
3.1.2.1. Sicherheit der Nachfrage nach medizinischen Leistungen 16
3.1.2.2. Zunehmender Mangel an Konkurrenz 16
3.1.2.3. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Krankenkassen 17
3.1.3. Berufsbefugnis als Voraussetzung zum Markteintritt 19
3.1.4. Regulierung des Bedarfs an Krankenkassen-Planstellen durch die Ärztekammer 19
3.1.5. Finanzierung der gesetzlichen Kranken- und Unfallversicherung durch den Bund 19

3.2. Freiberufliche Praxis 20
3.2.1. Untergeordnete Bedeutung des materiellen Vermögens 20
3.2.2. Der Arzt als Schlüsselfigur der Arztpraxis 20
3.2.3. Personenbezogenheit der Umsätze 22
3.2.4. Fokus auf eine Leistung 22
3.2.5. Begrenzte Lebensdauer der freiberuflichen Praxis 23
3.3. Die Arztpraxis als Klein- oder Mittelbetrieb 24
3.3.1. Merkmale von kleinen und mittleren Unternehmen 24
3.3.1.1. Quantitative Merkmale 24
3.3.1.2. Qualitative Merkmale 25
3.3.2. Die größenabhängige Einordnung der Arztpraxis 25
3.3.3. Die Einheit von Eigentum und Unternehmensführung 26
3.3.4. Familiäre Einflüsse aus dem Bereich des Arztes auf die Arztpraxis 27
3.3.5. Fehlende Abgrenzung zwischen Privat- und Betriebsvermögen 28
3.3.6. Konzentration des Vermögens in ein Portefeuille 28
3.3.7. Eingeschränkte Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung 29
3.3.8. Berücksichtigung des persönlichen Haftungsrisikos 30
3.3.9. Planungslücken und fehlende Verpflichtungen zur Publizität und Führung eines Controlling 31
3.3.10. Steuerliche Orientierung des Rechnungswesens 32
4. Die Bewertung der Arztpraxis anhand des modifizierten Ertragswertverfahrens 33
4.1. Allgemeines über das modifizierte Ertragswertverfahren 33
4.1.1. Anwendungsfälle 33
4.2. Die Wahl des Planungszeitraumes 33
4.3. Die Planung der Cash-Flows 36
4.3.1. Sicherheit der Einnahmen 36
4.3.1.1. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Krankenkassen 36
4.3.1.2. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Patienten 37
4.3.1.3. Sicherheit der Einnahmen vonseiten überweisender Ärzte 38
4.3.2. Abschläge aufgrund eines nahenden Pensionsantrittes 39
4.3.3. Vorzunehmende „Glättungen“ 40
4.3.3.1. Ausscheiden höchstpersönlicher Einnahmen des Arztes 40
4.3.3.2. Bereinigung aperiodischer Einnahmen und Ausgaben 41
4.3.3.3. Bereinigung von personenbezogenen Einnahmen und Ausgaben 41
4.3.3.4. Bereinigung von privat und betrieblich vermischten Ausgaben 42
4.3.3.5. Bereinigung Cash Flow-unwirksamer Erlöse und Aufwendungen 43
4.3.4. Zusätzlicher Ansatz cash-wirksamer Ausgaben 45
4.3.5. Die Wahl eines angemessenen kalkulatorischen Arztlohns 47

4.3.6. Der Ansatz kalkulatorischer Kosten ... 50
4.3.7. Einbezug persönlicher Steuern in den Cash-Flows ... 51
4.3.8. Die Behandlung von Sonderbetriebsausgaben und –einnahmen bei der Gruppenpraxis-OG ... 54
4.4. Die Ermittlung des Diskontierungsfaktors ... 54
4.4.1. Die Ermittlung des Basiszinssatzes ... 56
4.4.2. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie ... 60
4.4.2.1. Das systematische Risiko ... 60
4.4.2.2. Das unsystematische Risiko ... 60
4.4.2.3. Die Wahl der Marktrisikoprämie ... 61
4.4.3. Die Wahl des Beta-Faktors ... 62
4.4.3.1. Allgemeines zum Beta-Faktor ... 62
4.4.3.2. Levered / verschuldetes / Equity Beta ... 63
4.4.3.3. Unlevered / unverschuldetes / Asset Beta ... 63
4.4.3.4. Relevered Beta ... 64
4.4.3.5. Total Beta ... 64
4.4.3.6. Beta-Faktoren börsennotierter Unternehmen für nicht börsennotierte Arztpraxen 65
4.4.3.7. Die Wahl der Peer Group ... 66
4.4.3.8. Branchen-Betas deutscher börsennotierter Unternehmen ... 67
4.4.3.8.1. Studie von Hammer / Lahmann / Schwetzler ... 67
4.4.3.8.2. Studie von Wollny ... 69
4.4.3.8.3. Studie von Dörschell / Franken / Schulte ... 70
4.4.3.9. Industry-Betas europäischer börsennotierter Unternehmen ... 72
4.4.4. Der Einbezug von Steuern im Diskontierungsfaktor ... 74
4.4.4.1. Unternehmenssteuern ... 74
4.4.4.2. Persönliche Steuern ... 75
4.4.4.3. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ... 75
4.4.4.4. Das Tax-CAPM ... 76
4.4.4.5. Vernachlässigung der KESt ... 77
4.4.4.6. Relevanz des Stichtages der Steuerrechtslage ... 78
4.4.5. Die Berücksichtigung des Insolvenzrisikos im Diskontierungsfaktor ... 78
4.4.6. Weitere Risikozu- und -abschläge im Diskontierungsfaktor ... 81
4.4.6.1. Zuschlag für die fehlende Fungibilität/Liquidität/Mobilität der Arztpraxis ... 81
4.4.6.2. Zuschlag für die persönliche Haftung des Arztes ... 83
4.4.6.3. Mehrheitsabschlag ... 83
4.4.6.4. Zuschlag für die „Kleinheit“ der Praxis ... 83
4.5. Die Berücksichtigung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen und investitionsbegünstigten Wertpapieren ... 84
4.5.1. Allgemeines ... 84

4.5.2. Wertansatz ... 85
4.5.3. Spezialfall: Begünstigte Wertpapiere ... 85
4.6. Die Bewertung von betriebsnotwendigem Vermögen ... 86
5. Die Bewertung der Arztpraxis anhand von Multiplikatoren ... 88
5.1. Zweck und Anwendungsgebiete von Multiplikatoren ... 88
5.2. Anwendung von Multiplikatoren gemäß Fachgutachten KFS/BW 1 (2006 und 2014) ... 89
5.3. Branchenorientierte Preisfindungsmethoden ... 89
5.3.1. Leitlinien der deutschen Bundesärztekammer ... 89
5.3.1.1. Richtlinie aus 1987 der Deutschen Bundesärztekammer als Basis für die vereinfachte Multiplikatormethode ... 89
5.3.1.2. Hinweise aus 2008 der Deutschen Bundesärztekammer als Basis für die vereinfachte Multiplikatormethode ... 90
5.3.2. Würdigung der Methoden der Deutschen Bundesärztekammer ... 92
5.3.3. Die „Praktikermethode“ der Ärztekammer ... 92
5.3.4. Erfahrungssätze von Barthel aus 1996 ... 93
5.3.5. Erfahrungssätze von Merk aus 2010 ... 95
5.4. Börsenorientierte Multiplikatoren ... 96
6. Fallbeispiel: Bewertung einer Arztpraxis für Innere Medizin ... 99
6.1. Bewertungsauftrag und Bewertungszweck ... 99
6.2. Bewertungsobjekt ... 100
6.3. Bewertungsgrundlagen ... 101
6.4. Funktion des Gutachters ... 101
6.5. Berechnung der Cash-Flows ... 102
6.5.1. Ertragsteuern ... 102
6.5.2. Wachstumsabschlag ... 102
6.5.3. Zuschlag für das Insolvenzrisiko ... 102
6.5.4. Nachhaltigkeit der Zukunftserfolge ... 103
6.5.5. Erfolgsrechnung für die Ertragswertmethode ... 103
6.5.6. Einnahmen- und Ausgabenrechnung 2010-2012 ... 103
6.5.7. Ermittlung des jährlichen Cash-Flows ... 104
6.6. Ermittlung des Kalkulationszinssatzes ... 113
6.6.1. Basiszinssatz ... 113
6.6.2. Risikozuschlag ... 113
6.6.3. Steuern ... 114
6.6.4. Kapitalisierungszinssatz nach Steuern ... 114
6.7. Ermittlung des Ordinationswertes nach der modifizierten Ertragswertmethode ... 115
6.8. Plausibilisierung mittels Multiplikatormethode ... 117
6.8.1. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren der „Ärztekammermethode“ ... 117

6.8.2. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren nach Merk 118
6.8.3. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren nach Barthel 118
6.8.4. Zusammenfassung der Plausibilisierung 119
6.9. Zusammenfassende Darstellung des Ergebnisses 119
7. Conclusio und Ausblick 120
7.1. Conclusio 120
7.2. Ausblick 121
8. Literaturverzeichnis X
Anhang XXI
Kurzfassung XXI
Abstract XXIII
Lebenslauf XXV

Worte der Dankbarkeit

Keine Schuld ist dringender als die, Dank zu sagen.

(Marcus Tullius Cicero 106-43 v.Chr., römischer Philosoph)

Mein Dank richtet sich zu allererst an meine lieben Eltern, ohne die ich nicht wäre. Vielen Dank für die Möglichkeiten, die ihr mir eröffnet habt. Ich danke Euch für alles, was ihr mir mit auf den Weg gegeben habt. Auch meiner lieben Oma und meinem lieben, leider bereits verstorbenen, Opa: Danke, dass ihr maßgeblich an meiner Erziehung mitgewirkt und mich dadurch geprägt habt.

Bezugnehmend auf diese Arbeit danke ich vor allem Georg Hollenthoner für seine große Mühe, die zahlreichen fachlichen und kritischen Diskussionen, seine Ratschläge und Hilfestellungen, sowie das sorgfältige Korrekturlesen. Herzlichen Dank für alles, lieber Georg!

Ich bedanke mich ganz herzlich bei Prof. Finsinger für die Betreuung dieser Arbeit, sowie alle Freiheiten, die mir bei dem Verfassen dieser gewährt wurden.

Ebenso bedanke ich mich bei Wilfried Laengle für die vielen lehrreichen Jahre, die meinen beruflichen Werdegang maßgeblich beeinflusst haben. Danke auch für Ihre zahlreichen Ratschläge – in jeder Lebenslage.

Ganz besonders bedanke ich mich bei meinem lieben Bernd, der mich durch die Höhen und Tiefen dieser Masterarbeit begleitet hat, mir Antrieb gegeben und Mut zugesprochen hat; der für kritische Worte gleichermaßen wie für ermutigende zur Stelle war. Ich danke Dir von Herzen für Dein großartiges Verständnis in dieser Zeit.

Meiner gesamten Familie, meinen lieben Freundinnen, ArbeitskollegInnen und allen lieben Menschen, die nicht einzeln erwähnt wurden, danke ich für den Rückhalt, ihre Zusprüche und ihre mentale Unterstützung während der letzten Jahre.

In einem dankbaren Herzen herrscht ewiger Sommer.

(Celia Layton Thaxter 1835-1894, amerikanische Schriftstellerin)

Abkürzungsverzeichnis

Abs. ..... Absatz
bzw. ..... beziehungsweise
gem ..... gemäß
ggf. ..... gegebenenfalls
GmbH ..... Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IDW..... Institut deutscher Wirtschaftsprüfer
KStG ..... Körperschaftsteuergesetz
OG ..... Offene Gesellschaft
UGB..... Unternehmensgesetzbuch
UmgrStG. Umgründungssteuergesetz
UstG ..... Umsatzsteuergesetz
Z ..... Ziffer
z.B. ..... zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Branchen-Betas Deutscher börsennotierter Unternehmen 67
Abbildung 2: Branchenbetas laut Wollny WP 69
Abbildung 3: Industry-Beta 72
Abbildung 4: Börsen- und Experten Multiples 96
Abbildung 5: Erfolgsrechnung 2010-2013 104
Abbildung 6: Anpassung der Einnahmen und Ausgaben 106
Abbildung 7: Personalplanung 107
Abbildung 8: Investitionsplanung 108
Abbildung 9: Planungsrechnung 2013/2014 bis 2017/2018 112
Abbildung 10: Zinssatz für Ertragswert 114
Abbildung 11: Unternehmenswert nach Ertragswert 115
Abbildung 12: Unternehmenswert nach Ertragswert inklusive Wertpapiere und überschüssiger Liquidität 116
Abbildung 13: Multiplikatormethode nach der Ärztekammer (Wiener Praktikermethode) 117
Abbildung 14: Umsatzmultiplikatoren nach Merk 118
Abbildung 15: Umsatzmultiplikatoren nach Barthel 118

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Ermittlung verhältnismäßiger Arbitriumwert 11
Tabelle 2: Ermittlung halbierter Arbitriumwert 12
Tabelle 3: Altersstruktur niedergelassener Ärzte in Österreich 2012 17
Tabelle 4: Größenmerkmale für die Einordnung von KMU gemäß EU-Kommission 24
Tabelle 5: Alternatives Arztgehalt nach Umsatzhöhe der Praxis 48
Tabelle 6: Kalkulatorischer Unternehmerlohn Steuerberaterkanzleien Deutschland 50
Tabelle 7: Spot rates für 1 bis 5 Jahre der letzten Quartalsabschlüsse 58
Tabelle 8: Unlevered Beta für Branche "Health Care": einjähriger Beobachtungszeitraum 70
Tabelle 9: Unlevered Beta für die Branche "Health Care": zweijähriger Beobachtungszeitraum 71
Tabelle 10: Unlevered Beta für die Branchen "Health Care": fünfjähriger Beobachtungszeitraum 71
Tabelle 11: Umsatzmultiplikatoren nach Barthel 93
Tabelle 12: Umsatzmultiplikatoren nach Merk 95
Tabelle 13: Multiples des Finance-Magazin 98

1. Einleitung

1.1. Themenrelevanz

Die medizinische Versorgung ist vor allem im ländlichen Bereich zunehmend gefährdet. Viele Ärzte wollen Kassenverträge nicht mehr annehmen, da diese für sie weniger lukrativ erscheinen. Durch die Bedingung der „ständigen“ Verfügbarkeit ist es notwendig, aber oft schwierig einen Vertretungsarzt zu finden. Unter anderem wurde deshalb 2001 die Möglichkeit zur Gründung von Gruppenpraxen in Form von Offenen Gesellschaften (OG) und seit Juli 2010 in Form von Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) geschaffen. Die Besonderheit ist, dass bei Gruppenpraxen der Kassenvertrag mit der Gruppenpraxis und nicht mit dem Arzt selbst abgeschlossen wird. Da in einer Gruppenpraxis mindestens zwei Ärzte tätig sein müssen, ist eine gegenseitige Vertretung einfacher möglich als durch einen Dritten. Dies ergibt sich auch aus der Natur der Sache. Sich mit Berufskollegen zusammenzuschließen stellt für viele Ärzte eine attraktive Alternative zum Kassen-Einzelvertrag dar. [1)]

Im Mai 2011 bestanden in Wien 45 Gruppenpraxen und weitere 26 befanden sich in Gründung.[2] Im Oktober 2012 waren in Wien bereits 68 Gruppenpraxen gegründet und ein Jahr später existierten bereits 73 Gruppenpraxen (64 in Form der OG und 9 in Form der GmbH). In Gründung befinden sich per Juni 2014 weitere 70 Gruppenpraxen.[3] Demnach ist in den letzten Jahren ein großer Zuwachs an Gruppenpraxen beobachtbar, welcher sich noch steigern wird.

[1)] Vgl. Österreichische Ärztezeitung (2011)
[2] Vgl. Österreichische Ärztezeitung (2011)
[3] Vgl. Wiener Ärztekammer (2014)

Die Gründung von Gruppenpraxen soll vor allem deshalb angekurbelt werden um die ambulante Gesundheitsversorgung zu stärken und Krankenhaus-Ambulanzen zu entlasten.[4]

Ein weiterer „Knackpunkt“ ist die Altersstruktur der Ärzteschaft. Per Ende 2012 hatten sich in Österreich 18.540 Ärzte niedergelassen[5], wobei davon rund 64% älter als 50 Jahre waren.[6] Für knapp 2/3 der Ärzteschaft wird folglich in den nächsten Jahren der Schritt in die Alterspension „anstehen“. Viele Ärzte (mit Einzelpraxis) möchten in ihrem Ruhestand ihre Patienten gut betreut und ihre Praxis, welche oft ihr Lebenswerk darstellt, sorgfältig und gut fortgeführt wissen und geben die Arztpraxis weiter.

Ob nun Verkauf, Einbringung der Einzelpraxis in eine Gruppenpraxis, Übergabe an einen Erben, Schenkung, Ausscheiden oder Neuaufnahme eines Arztes, etc. - es ist oft ratsam, bzw. von absoluter Notwendigkeit den Wert der Arztpraxis zu ermitteln. Dies, um einerseits eine Verhandlungsbasis für einen Verkauf, einen Abfindungswert beim Ausscheiden eines Arztes oder aber einen Verkehrswert für die Einbringung in eine Gruppenpraxis zu haben. So vielfältig die Möglichkeiten sind, so zukunftsträchtig ist diese Thematik.

1.2. Ziel der Arbeit

Ziel der Arbeit ist es die für die Unternehmensbewertung relevanten Besonderheiten einer Arztpraxis darzulegen und mit den bekannten Methoden der Unternehmensbewertung in Verbindung zu setzen. Besonderes Augenmerk liegt in

[4)] Vgl. Österreichische Ärztezeitung (2011)
[5] Unter „niedergelassene Ärzte und Ärztinnen“ verstehen sich folgende Gruppen: Ärzte und Ärztinnen für Allgemeinmedizin, Fachärzte und Fachärztinnen sowie Wohnsitzärzte und -ärztinnen.
[6] Vgl. Statistik Austria (2013a)

dieser Arbeit klar auf dem Ertragswertverfahren, welches modifiziert, d.h. an diese Besonderheiten angepasst wird, um den Eigenheiten von Arztpraxen gerecht zu werden. Ebenso wird das Multiplikatorverfahren als Plausibilitätsmethode näher beleuchtet. Mögliche Bezugsquellen für Daten sollen aufgezeigt und analysiert werden. Die theoretisch erarbeiteten Grundlagen sollen mit der Praxis verknüpft und Möglichkeiten, sowie Grenzen sollen aufgezeigt werden.

1.3. Aufbau der Arbeit

Das zweite Kapitel dieser Arbeit erläutert Anlässe, die zu einer Bewertung einer Arztpraxis führen können. Ebenso werden die Funktionen, welche mit einer Bewertung erfüllt werden können, behandelt.

Das dritte Kapitel widmet sich allein den Besonderheiten von Arztpraxen. Die Aspekte „öffentliches Interesse“, „Freiberufliche Praxis“ und „KMU“ werden hier ausführlich erläutert und von den verschiedensten Seiten beleuchtet. Vor allem die Sicherheit von Einnahmen im Bereich von Kassenärzten, sowie die Regulierung der Planstellen und die Begrenzung des Markteintritts durch die erforderliche Berufsbefugnis stellen nicht vernachlässigbare Besonderheiten dar.

Kapitel vier beschäftigt sich eingehend mit dem modifizierten Ertragswertverfahren. Es wird einerseits die Planung der Cash Flows und andererseits die Ermittlung des Diskontierungsfaktors bearbeitet und auf die in Kapitel drei erwähnten Besonderheiten Bezug genommen.

Das fünfte Kapitel widmet sich dem Multiplikatorverfahren und stellt einige Möglichkeiten zur Plausibilisierung mittels dieser Methode dar.

Im sechsten Kapitel wird eine Arztpraxis anhand der modifizierten Ertragswertmethode und der Multiplikatormethode bewertet und das in den Kapiteln zwei bis fünf erarbeitete Wissen praktisch angewandt.

Kapitel sieben bietet eine Zusammenfassung der wichtigsten Punkte, sowie einen Ausblick auf die künftige Entwicklung.

2. Allgemeines zur Unternehmensbewertung von Arztpraxen

2.1. Anlässe für Bewertungen

Es bestehen zahlreiche Anlässe, bei denen es von Notwendigkeit ist, den Wert einer Arztpraxis festzustellen. Diese Beweggründe können von einer bestimmten Transaktion abhängig sein, oder sich auch völlig losgelöst von einer solchen ergeben. Die transaktionsbezogenen Anlässe[7] können wiederum weiter in dominierte und nicht-dominierte Motive gegliedert werden.[8]

Dominierte Anlässe „entspringen“ gesetzlichen Normen oder privatrechtlichen Vereinbarungen.[9] Bei nicht dominierten Anlässen hingegen ist kein Gesetz oder Vertrag ausschlaggebend und somit kann jeder Beteiligte zu jeder Zeit die Verhandlungen abbrechen, während dies bei einem dominierten Anlass nicht der Fall ist.[10]

[7] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 6
[8] Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 13
[9] Vgl. Englert (1996), S. 11
[10] Vgl. Drukarczyk (2006), S. 94

2.1.1. Transaktionsbezogene Anlässe

2.1.1.1. Dominierte Bewertungsanlässe

Dominierte Anlässe können sein:

- Recht auf Ausscheiden aus der Arztpraxis gegen Barabfindung oder Zwangsabfindung[11]
- Ausscheiden eines oder mehrerer Ärzte-Gesellschafter aus der Ärzte-OG durch Kündigung, Konkurs oder Ausschluss[12]
- Bewertung des Nachlasses im Erbfall (Tod eines Arzt-Gesellschafters)[13]
- Familienrechtliche Abfindungsregelungen[14] (z.B. Übergabe der Arztpraxis an eines von mehreren Kindern und Berechnung der Abfindung für die anderen Kinder)

2.1.1.2. Nicht dominierte Bewertungsanlässe

Nicht dominierte Anlässe sind die häufigsten[15] Beweggründe für eine Unternehmensbewertung. Diese Motive können sein:

- Kauf oder Verkauf einer Arztpraxis oder eines Anteiles von dieser[16]
- Gründung einer Ärzte-OG (Zusammenschluss gem. Art. IV UmgrStG)
- Änderung der Partnerstruktur in einer bestehenden Ärzte-OG

[11] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[12] Vgl. Englert (1996), S. 11
[13] Vgl. Englert (1996), S. 11
[14] Vgl. Englert (1996), S. 12
[15] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[16] Vgl. Drukarczyk (2006), S. 95

- Aufnahme neuer Ärzte-Gesellschafter (Zusammenschluss gemäß Art. IV UmgrStG)
- Auflösung einer Ärzte-OG (Realteilung gem. Art. V UmgrStG)
- Gründung einer Ärzte-GmbH (Einbringung gem. Art. III UmgrStG)
- Änderung der Partnerstruktur in der Ärzte-GmbH (Anteilsschenkung, Anteilsveräußerung, Kapitalerhöhung, Einbringung gem. Art. III UmgrStG des Betriebes des neuen Arztes)
- Aufteilung einer Ärzte-GmbH (Spaltung[17] gemäß Art. VI UmgrStG)
- Liquidation einer Ärzte-GmbH (§ 19 KStG)
- Fusionen[18]
- Eigen- oder Fremdkapitalzuführungen[19]

Sowohl beim Zusammenschluss, als auch bei der Einbringung sieht das UmgrStG vor, dass das übertragende/einzubringende Vermögen am Zusammenschluss-/Einbringungsstichtag, spätestens aber am Tag des Abschlusses des Zusammenschluss-/Einbringungsvertrages einen positiven Verkehrswert aufweist.[20] Wenn Gegebenheiten vorliegen, die an dieser Tatsache zweifeln lassen, ist ein Gutachten erforderlich, welches gem. Fachgutachten der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung aufzustellen ist, und den positiven Verkehrswert bestätigt.[21] Vor diesem Hintergrund gewinnen Bewertungsgutachten in Verbindung mit sich mehrenden „Vergesellschaftungen“ von Ärzten immer mehr an Relevanz.

[17] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[18] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[19] Vgl. Drukacyzk (2003), S. 123; Aschauer/Purtscher (2011), S. 100
[20] Vgl. § 12 (1) UmgrStG, § 23 (1) UmgrStG
[21] Vgl. Holzgruber/Hübner-Schwarzinger/Minihold (2011), S. 109

Bei Arztpraxen ist bei der Fremdkapitalzufuhr zu beachten, dass an Arztpraxen nur Ärzte beteiligt sein dürfen[22]. D.h. stille Beteiligungen, Genussrechte und gewinnabhängige Fremdkapitalzufuhr durch andere Personen als Gesellschafter sind nicht erlaubt.[23] Es besteht auch die Möglichkeit, dass z.B. eine kreditgebende Bank ein Gutachten verlangt.

Fusionen sind in Form von Zusammenschlüssen und Einbringungen (siehe oben) möglich. Börsengänge können keinen Anlass bilden, da eine Gruppenpraxis nur in der Rechtsform einer OG oder einer GmbH geführt werden kann.[24]

2.1.2. Nicht-transaktionsbezogene Anlässe

Nicht-transaktionsbezogene Anlässe können sein:[25]

- Analyse um den Wert der Praxis zu steigern
- Bonitätsprüfung
- Kreditüberwachung
- Sanierung

2.1.3. Hohe Relevanz des konkreten Bewertungsanlasses

Wie auch in anderen Branchen üblich, ist der Bewertungsanlass ausschlaggebend dafür, welche Bewertungsmethode heranzuziehen ist.[26] Weiters ist von hoher Relevanz, ob die Arztpraxis fortgeführt wird („going concern"-Prämisse) oder ob eine

[22] Vgl. § 52a (3) Z 2 ÄrzteG
[23] Vgl. Holzgruber/Hübner-Schwarzinger/Minihold (2011), S. 75
[24] Vgl. § 52a (1) Z1 und Z2 ÄrzteG
[25] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[26] Vgl. Merk (2007), S. 450

Fortführung der Praxis nicht möglich ist und daher der Zerschlagungs- oder Liquidationswert zu ermitteln ist.[27]

2.2. Bewertungszwecke

2.2.1. Allgemeines zum Bewertungszweck

Unternehmensbewertungen werden durchgeführt um folgende Werte zu liefern:[28]

- Entscheidungswerte
- Schiedswerte
- Argumentationswerte
- Buch- und Bilanzwerte
- Steuerbemessungsgrundlagen

2.3. Bewertungsfunktionen

2.3.1. Allgemeines

Die Funktion der Bewertung ist abhängig vom Bewertungszweck. Demnach sollen vom Bewertungsgutachter unterschiedlichste zweckmotivierte Funktionen erfüllt werden. Diese sind die Beratungsfunktion, die Vermittlungs- und Schiedsfunktion und die Argumentationsfunktion.[29]

[27] Vgl. Merk (2007), S. 452
[28] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[29] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7

2.3.2. Beratungsfunktion

Die Funktion des Beraters ist es, mithilfe der Bewertung eine Entscheidungshilfe für eine Unternehmensveräußerung zur Verfügung zu stellen.[30] Um die Beratungsfunktion wahrzunehmen, ist anfänglich ein Entscheidungswert zu ermitteln.[31] Die Erfüllung der Beratungsfunktion lässt sich neben dem Kauf oder Verkauf einer Arztpraxis auch auf andere Anlässe auslegen. Diese können u.a. Einbringungen, Spaltungen, Fusionen, etc. sein.[32]

Entscheidungswerte oder Grenzwerte sind Preisobergrenzen (beim Käufer) bzw. Preisuntergrenzen (beim Verkäufer)[33]. Beim Verkäufer wird ab der Preisuntergrenze der Verkauf vorteilhaft, wobei der Kauf beim Käufer bis zur Preisobergrenze vorteilhaft ist. Das Wissen über die persönlichen Grenzpreise ist daher von absoluter Notwendigkeit um einen Kaufpreis zu ermitteln, mit welchem sich beide Parteien einverstanden erklären.[34]

Bei der Bewertung werden spezifische Absichten und Pläne des Erwerbers oder des Veräußerers mit einbezogen. Da jedoch vielfach die Preisuntergrenze des Verkäufers mit der Preisobergrenze des Käufers nicht übereinstimmt, sind auch nicht-monetäre Faktoren, wie z.B. die weitere Mitarbeit des abgebenden Arztes oder andererseits der baldmöglichste Antritt der Alterspension des abgebenden Arztes zu beachten. Mittels dieser Grenzwerte wird ein Entscheidungsspielraum aufgezeigt, keinesfalls geben diese den definitiven Preis an, zu welchem veräußert wird. Unbestritten ist, dass der Grenzpreis des Käufers über dem des Verkäufers liegen

[30] Vgl. Peemöller (2012), S. 8
[31] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 7
[32] Vgl. Peemöller (2012), S. 9
[33] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 8
[34] Vgl. Peemöller (2012), S. 8

muss um eine Einigung erzielen zu können. Die Kenntnis dieser Preise ist Grundlage für Einigungsgespräche. Der Kaufpreis wiederum ist das Resultat eines solchen.[35]

Trotz einer fehlenden Überschneidung der Preisgrenzen ist es jedoch möglich, dass eine Einigung erzielt wird. Je nach Stärke der nicht-monetären Faktoren wird der Wert zu derjenigen Grenze verschoben, dessen Partei die „besseren Karten in der Hand hält“.

2.3.3. Vermittlungs- und Schiedsfunktion

Primäres Ziel von Schiedswerten ist es, einen Einigungspreis zu ermitteln.[36] Dieser sogenannte Arbitriumwert ist ein Kompromiss zwischen dem Grenzpreis des Käufers und dem des Verkäufers. Es ist notwendig, die subjektiven Interessen und Vorstellungen der Verhandelnden zu kennen. Ziel ist es auch, einen für beide Seiten gleich vorteilhaften Wert zu ermitteln. Einigungsmöglichkeiten hierbei sind: die Aufteilung im Verhältnis der Entscheidungswerte, die Ermittlung der Differenz der Entscheidungswerte, sowie die Berechnung eines objektiven Unternehmenswertes.[37]

2.3.3.1. Aufteilung im Verhältnis der Entscheidungswerte

Bei dieser Methode wird ein Arztpraxiswert ermittelt, indem die Entscheidungswerte beider Parteien zueinander ins Verhältnis gesetzt werden und sich durch Multiplikation dieses Verhältnisses mit der Differenz ein Ab- bzw. Aufschlag ergibt, welcher wiederum dem Entscheidungswert zugerechnet wird

[35] Vgl. Peemöller (2012), S. 8
[36] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 8
[37] Vgl. Peemöller (2012), S. 9

Beispiel:

Entscheidungswert des Käufers: € 400.000

Entscheidungswert des Verkäufers: € 600.000

	Entscheidungswert	Verhältnis /Anteil	Ab-/Aufschlag	Arbitriumwert
Verkäufer:	€ 600.000	60%	-€ 120.000	€ 480.000
Käufer:	€ 400.000	40%	€ 80.000	€ 480.000
Summe:	€ 1.000.000	100%		
Differenz:	€ 200.000			

Tabelle 1: Ermittlung verhältnismäßiger Arbitriumwert
Quelle: eigene Darstellung

In Tabelle 1 wird ein Arbitriumwert von € 480.000 ermittelt, indem die Entscheidungswerte gewichtet werden. Der Entscheidungswert des Verkäufers hat eine Gewichtung von 60%, während der des Käufers einen von 40% aufweist. Nachdem die Differenz von € 200.000 berechnet ist, wird diese mit den Gewichtungen multipliziert. Dadurch ermitteln sich die jeweiligen Auf- und Abschläge von € 120.000 und € 80.000. Der höhere Entscheidungswert wird um diesen Abschlag reduziert und der niedrigere Entscheidungswert wird um diesen Aufschlag erhöht. Somit ergibt sich mithilfe dieser Methode ein Schiedswert von € 480.000.

2.3.3.2. Ermittlung der Differenz der Entscheidungswerte

Eine weitere Möglichkeit den Einigungspreis zu berechnen, besteht in der Halbierung der Differenz.[38] Nachfolgendes Beispiel soll dies kurz erläutern:

[38] Vgl. Peemöller (2012), S. 9

Beispiel:

Entscheidungswert des Käufers: € 400.000

Entscheidungswert des Verkäufers: € 600.000

	Entscheidungswert		Ab-/Aufschlag	Arbitriumwert
Verkäufer:	€ 600.000		-€ 100.000	€ 500.000
Käufer:	€ 400.000		€ 100.000	€ 500.000
Differenz:	€ 200.000			
gemittelte Differenz:	€ 100.000			

Tabelle 2: Ermittlung halbierter Arbitriumwert
Quelle: eigene Darstellung

In Tabelle 2 ergibt sich ein Arbitriumwert von € 500.000. Dieser ergibt sich aus der Halbierung der Differenz der beiden Entscheidungswerte. Dieser wird dann den beiden Entscheidungswerten zu- bzw. abgeschlagen. Auf diese Weise ergibt sich ein Arbitriumwert von € 500.000.

2.3.3.3. Ermittlung eines objektiven Unternehmenswertes

Die dritte Möglichkeit besteht in der Ermittlung eines objektiven Unternehmenswertes, sofern keine Auskünfte und Hinweise der beteiligten Parteien vorliegen.[39] Dieser könnte z.B. laut Unternehmensbewertungsgutachten zwischen € 500.000 und € 540.000 liegen. Diese Spanne bzw. deren Mittelwert (€ 520.000) gilt somit als Arbitriumwert.

[39] Vgl. Peemöller (2012), S. 10

2.3.4. Argumentationsfunktion

Argumentationswerte werden ermittelt um Rechtfertigungen bei Verhandlungsgesprächen liefern zu können. Die Werte werden auch bei gerichtlichen Streitigkeiten verwendet. Es wird der Unternehmenswert mittels verschiedener Verfahren ermittelt und mögliche Spielräume ausgenützt. Der ermittelte - für die Verhandlungspartei am besten passende - Wert wird verwendet, um die andere Partei dahingehend zu beeinflussen und eine Annäherung an diesen Wert zu erwirken.[40]

2.3.5. Funktion des neutralen Gutachters

Die Funktion des neutralen Gutachters ist es, einen objektiven Unternehmenswert zu ermitteln. Das Unternehmen wird so bewertet „wie es steht und liegt“, d.h. subjektive Faktoren haben keinen Einfluss auf das Unternehmen. Demzufolge werden bei Kaufs- und Verkaufsentscheidung die Sicht und Absichten des Käufers nicht berücksichtigt. Dies auch deshalb, da bei der Bewertung die Fakten über das zu bewertende Objekt nur vom Verkäufer kommen können. Es handelt sich demnach um einen sogenannten „Verkäuferwert“.[41] Aufgrund dessen wird die Neutralität vor allem aufgrund der Vernachlässigung der Sichtweise des Käufers angezweifelt.[42] Oft sind aber schlichtweg (potentielle) Käufer noch nicht bekannt bzw. besteht ein zu großer Kreis an Interessenten, sodass die jeweiligen Eigenheiten jedes Käufers nicht einbezogen werden können. Auch würde die Objektivität der Bewertung darunter leiden.

[40] Vgl. Peemöller (2012), S. 10
[41] Vgl. Peemöller (2012), S. 11
[42] Vgl. Moxter (1983), S. 27ff

Mangels Alternativen wird der Bewertende jedoch die Sicht des Verkäufers nie ganz vernachlässigen können. Er hat jedoch die Aufgabe als objektiver Gutachter zu bewerten und subjektive Faktoren zu „neutralisieren“.

3. Besonderheiten von Arztpraxen

Jedes Bewertungsobjekt weist Besonderheiten auf, die es gilt, entsprechend zu würdigen.[43] In diesem Kapitel werden die Besonderheiten von Arztpraxen dargestellt, welche weiterführend als Grundlage für die in Kapitel 4 erarbeiteten Ansätze zur Bewertung dienen.

3.1. „Unternehmen“ von öffentlichem Interesse

Die medizinische Versorgung betrifft in Österreich die Allgemeinheit und fällt unter die Zuständigkeit von öffentlichen Einrichtungen.

Durch Gesamtverträge zwischen den Krankenkassen und der Österreichischen Ärztekammer wird sichergestellt, dass eine ausreichende Arztdichte besteht. In diesen Verträgen wird festgelegt, wie viele Kassenvertragsärzte sich in welchem Bezirk niederlassen dürfen, d.h. wie viele Arztstellen von der jeweiligen Krankenkasse finanziert werden. Der Einzelvertrag wird dann vom jeweiligen Arzt mit der oder den jeweiligen Krankenkasse(n) abgeschlossen.[44]

Aufgrund von bindenden Tarifverhandlungen zwischen der Ärztekammer und den jeweiligen Krankenkassen bestehen Honorarvergütungen, welche für die

[43] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 84
[44] Vgl. Gesamtvertrag (2010a)

Vertragsärzte bindend sind. Ebenso ergibt sich aufgrund der Planstellen im „Einzugsgebiet“ des Arztes eine potentiell mögliche Anzahl an Patienten. Durch diese fixen Vorgaben werden jedoch auch folgende ökonomische Bereiche des Arztes eingeschränkt: Entscheidungen über den Preis, die Qualität und die Konditionen können vom Arzt nicht mehr frei getroffen werden. Auch über die Werbung und eine mögliche Expansion darf der Arzt nicht selbst entscheiden, sondern muss die Genehmigung der Ärztekammer eingeholt werden.[45]

3.1.1. Die fehlende Börsennotierung der Arztpraxis

Freiberuflich tätige Ärzte können in Wirtschaftsgemeinschaften (Ordinations- oder Apparategemeinschaften) zusammenarbeiten[46]. Folgende Rechtsformen stehen für die Errichtung einer Gruppenpraxis zur Verfügung[47]: die Offene Gesellschaft (OG) und die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Eine Ein-Mann-GmbH ist ausdrücklich nicht gestattet.[48] Die Form einer Aktiengesellschaft findet keine Erwähnung und ist daher als Rechtsform der Gruppenpraxis nicht zulässig. Durch diese Einschränkung besteht auch eine Begrenzung in der Kapitalbeschaffung. Ein Börsegang ist bspw. ausgeschlossen.

[45] Vgl. Merk (1999), S. 42
[46] Vgl. § 52 ÄrzteG
[47] Vgl. § 52a ÄrzteG
[48] Vgl. Holzgruber/Hübner-Schwarzinger/Minihold (2011), S. 15f

3.1.2. Sicherheit der Einnahmen

3.1.2.1. Sicherheit der Nachfrage nach medizinischen Leistungen

Jeder Mensch wird in seinem Leben zumindest ein Mal bestimmte medizinische Behandlungen in Anspruch nehmen (müssen). D.h. die Nachfrage nach medizinischen Leistungen ist – im Gegensatz zu z.B. juristischer Beratung – unausweichlich. Auch führen Präventivmaßnahmen im Gesundheitsbereich nicht immer dazu, die Notwendigkeit von medizinischen Behandlungen zu verhindern.[49] Demzufolge besteht eine gewisse Sicherheit der Nachfrage nach medizinischen Leistungen.

3.1.2.2. Zunehmender Mangel an Konkurrenz

In Österreich wird für die kommenden Jahre ein Ärztemangel prognostiziert. Ursachen sind anstehende Pensionierungen und damit einhergehend fehlende Ärzte, die diese frei werdenden Stellen nachbesetzen.[50] Bei Betrachtung der Altersstruktur der derzeitigen Ärzteschaft (siehe Tabelle 3) ist ersichtlich, dass von den derzeit niedergelassenen Ärzten 64% in den kommenden 10 bis 15 Jahren in die gesetzliche Alterspension in Anspruch nehmen werden. Bei gleichbleibendem Trend wird es künftig immer schwieriger werden, Ärzte für bestehende Krankenkassenstellen zu finden.

[49] Vgl. Vincenti/Keuper/Brösel (2008), S. 239
[50] Vgl. Österreichische Ärztekammer (2013)

Alter	Anteil	Anteil kumuliert
bis 50	36%	36%
50 bis 60	43%	79%
60 bis 70	17%	96%
über 70	4%	100%

Tabelle 3: Altersstruktur niedergelassener Ärzte in Österreich 2012
Quelle: Vgl. Statistik Austria (2013b)

3.1.2.3. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Krankenkassen

Ein Unterschied betreffend die Sicherheit der Einnahmen besteht zwischen einer Arztpraxis mit einem Kassenvertrag und einer Arztpraxis ohne Kassenvertrag (privatärztliche Praxis). Bei Arztpraxen mit Kassenvertrag müssen die Patienten nicht selbst für die in Anspruch genommene Leistung aufkommen, da dies in der Regel die Krankenkasse übernimmt. Bei Privatpraxen hingegen haben die Patienten die ärztliche Leistung selbst zu bezahlen. Sollte vom Privatpatient eine private Krankenversicherung abgeschlossen worden sein, welche (einen Teil) dieser Leistung bezahlt, findet lediglich eine Umwälzung der Kosten (in die Zahlung von Versicherungsprämien) statt. Schlussendlich muss der Patient die Leistung dennoch selbst finanzieren.

Eine Einschränkung vonseiten der Krankenkassen besteht dahingehend, dass die Ärztekammer mit allen Krankenkassen einen Vertrag abschließt, in welchem u.a. auch die Vergütungshöhe der verschiedenen Leistungen sowie deren Beschränkung

geregelt ist.[51] D.h. die Einnahmen sind zwar sichergestellt, die Honorarhöhe ist jedoch fixiert und ein Verhandlungsergebnis zwischen Krankenkassen und Interessensvertretung der Ärzte (Ärztekammer).

In der Radiologie besteht eine Besonderheit: hier wurde 2009 eine sogenannte „Deckelung“ bei verordneten Computertomographie- (CT) und Magnetresonanztomographie-Untersuchungen (MRT) eingeführt. D.h. es werden bestimmte Kontingente seitens der Krankenkassen für jede radiologische Praxis vergeben. Sobald diese in einem Jahr erreicht sind, entfällt für die erbrachten aber darüber hinausgehenden Untersuchungsleistungen die Vergütung seitens der Krankenkassen.[52] Das bedeutet: wird die Grenze unterjährig erreicht, bekommt die Arztpraxis für ihre weitere Leistung kein Honorar. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist eine solche Vorgehensweise strikt abzulehnen. Es besteht jedoch auch eine ärztliche Versorgungsverpflichtung seitens der Arztpraxen gegenüber den Patienten. D.h. wenn die Arztpraxis dieser Verpflichtung nachkommt, obwohl der „Deckel“ bereits erreicht wurde, arbeitet die Arztpraxis den Rest des Kalenderjahres kostenlos. Diesem Aspekt ist in der Bewertung jedenfalls Rechnung zu tragen.

Da die Kontingente vonseiten den Krankenkassen für einen bestimmten Zeitraum vergeben werden, ist nur eine mögliche Änderung des Kontingents ein Unsicherheitsfaktor, welcher in die Detailplanungsphase mit einzubeziehen ist. Entsprechende Gegebenheiten des Marktumfeldes (z.B. anstehende Tarifänderungen oder laufende Tarifverhandlungen, „Notfallpläne“ bei Nichteinigung der Interessensvertreter, etc.) sind zu recherchieren und in der Bewertung zu berücksichtigen.

[51] Vgl. Zusatzprotokoll (2011), S. 3 ff.
[52] Vgl. Springer Media (2012)

3.1.3. Berufsbefugnis als Voraussetzung zum Markteintritt

Der „Markt“ zur Führung einer Arztpraxis ist nicht für jedermann frei zugänglich, sondern aufgrund der besonders hohen Anforderungen an den Beruf reguliert. Es ist erforderlich eine erfolgreich absolvierte Ausbildung (Medizinstudium, sowie ggf. Additivausbildungen zum Facharzt, etc.) vorweisen zu können. Diese Erfordernisse sind im Ärztegesetz sowie in der Ärzte-Ausbildungsordnung geregelt.

3.1.4. Regulierung des Bedarfs an Krankenkassen-Planstellen durch die Ärztekammer

Neben der Marktbeschränkung durch die berufliche Fachkenntnis, gibt es für Kassenvertragspraxen genaue Vorgaben wie viele Stellen freigegeben werden.

Krankenkassenstellen stehen nur begrenzt – als sogenannte „Planstellen“ – zur Verfügung. Jede Krankenkasse regelt die Details (Anzahl, etc.) mit der Österreichischen Ärztekammer im sogenannten „Gesamtvertrag“.

3.1.5. Finanzierung der gesetzlichen Kranken- und Unfallversicherung durch den Bund

In Österreich kommt bei der Finanzierung der Kranken- und Unfallversicherung in der gesetzlichen Sozialversicherung das sogenannte Umlagesystem zur Anwendung. Diese Methode wird dadurch charakterisiert, dass in derselben Periode die Einzahlungen von Personen den Sachleistungen, bspw. Krankengeld, ärztliche Hilfe,

Krankentransporte, Medikamente, etc., gegenüberstehen. Es werden keine Beiträge für später „angespart“.[53]

3.2. Freiberufliche Praxis

3.2.1. Untergeordnete Bedeutung des materiellen Vermögens

Während bei einem gewerblichen Unternehmen die Substanz (Maschinen, Waren, etc.) von wesentlicher Bedeutung ist, hat diese bei einer freiberuflichen Praxis nur sehr untergeordnete Bedeutung.[54] Im Vordergrund steht die Dienstleistung des Arztes und gegebenenfalls seines medizinischen Personals. Weniger oft können Arztpraxen auch sehr anlagenintensiv sein (bspw. radiologische Arztpraxen). In diesen Fällen kann das Inventar jedoch einen bedeutsamen Wert aufweisen, da die Anschaffungskosten für radiologische Geräte sehr hoch sind.

3.2.2. Der Arzt als Schlüsselfigur der Arztpraxis

Ein Unternehmer ist eine Person, die auf eigenes Risiko agiert und das Ziel verfolgt, Gewinn zu erwirtschaften. Zentrales Problem ist jedoch die Unsicherheit über die zu erwartenden Umsätze. Nicht nur finanzielle Motive zeichnen den Unternehmer aus, auch persönliche Motivation, Überzeugung und Idealismus sind Eigenschaften, die einen Arzt dazu führen sich in die Selbständigkeit zu begeben.[55]

[53] Vgl. Hauptverband der Sozialversicherung (2014)
[54] Vgl. Englert (1996), S. 97
[55] Vgl. Behringer (2012), S. 39 f.

Dort wo Eigentum und Unternehmensführung in einer Person liegen, verschmelzen die persönlichen mit den unternehmerischen Zielen. Der Arzt wird versuchen neben den finanziellen Zielen auch die persönlichen (metaökonomischen) Ziele in der Ordination durchzusetzen. Nachdem seine finanziellen Ziele befriedigt sind, kann der Arzt seine Selbstverwirklichung in den Mittelpunkt stellen.[56] Dies ist auch in die Unternehmensbewertung mit einzubeziehen. So kann es durchaus dazu kommen, dass der Arzt mit seinen Schwerpunktsetzungen und Angebot an Leistungen nicht nur die Arztpraxis kurzfristig gefährdet, sondern auch deren Fortbestand exponiert wird. Die Selbstverwirklichung kann sich natürlich auch positiv auf die Arztpraxis auswirken.[57]

Wie bereits erwähnt, besitzt der Arzt einen hohen Stellenwert im „Unternehmen" Arztpraxis.[58] Aus diesem Grund ist es naheliegend auch die Person (Charakter, Fähigkeiten, Erfahrungen, etc.) des Arztes in die Bewertung der Arztpraxis einfließen zu lassen.[59] Bei einer Praxisbewertung aufgrund eines Verkaufes sind sowohl die Persönlichkeit des verkaufenden als auch die des kaufenden Arztes mit zu berücksichtigen.[60] Hier können folgende Fragen hilfreich sein: Wie sehr hat sich der verkaufende Arzt in Richtung neuer Trends orientiert? Welche Leistungen wurden (nicht) angeboten? Welche Zusatzleistungen sind (nicht) möglich bzw. werden künftig möglich sein? Die Antworten auf diese Fragen können sich in der Planungsrechnung wiederfinden.

[56] Vgl. Rosenstiel (2000), S. 363 (Bedürfnispyramide von Maslow); Vgl. Behringer (2012), S. 40
[57] Vgl. Hamer (1990), S. 138 ff.; Vgl. Behringer (2012), S. 40
[58] Vgl. Behringer (2012), S. 42
[59] Vgl. Burger (1995), S. 257
[60] Vgl. Behringer (2012), S. 43

3.2.3. Personenbezogenheit der Umsätze

In Betrieben, in denen die persönliche Arbeitsleistung bzw. die besonderen Kenntnisse des Unternehmers der Kern der Geschäftstätigkeit sind, liegt der Fokus besonders auf der Person des Geschäftsführers.[61] Bei Arztpraxen kann als „Kern“ die Ausbildung und Fachkenntnis des Arztes und die damit einhergehenden besonderen Fähigkeiten angesehen werden.

Der Arzt hat seinen Beruf persönlich und unmittelbar auszuüben.[62] Unter persönlicher Berufsausübung ist jedoch nicht ein Substitutionsverbot an andere Ärzte zu verstehen, sondern das Verbot Leistungen an Nicht-Ärzte zu delegieren.[63] Dies spiegelt sich auch in den Umsätzen wider. Ohne persönliche Leistung des Arztes können in der Regel auf Dauer keine Umsätze lukriert werden.

Relevant für die Intensität der Personenbezogenheit ist vor allem die Anzahl an praktizierenden Ärzten in der Arztpraxis. Je höher diese ist, umso weniger personenbezogen sind die Umsätze und umso weniger ist die Arztpraxis von einem Arzt abhängig.[64]

3.2.4. Fokus auf eine Leistung

Eine weitere Eigenheit von Arztpraxen ist die Fokussierung auf eine Leistung. Aus diesem Grunde ist eine Risikodiversifikation nicht einfach handhabbar und führt in Folge zur Erhöhung des unternehmensspezifischen Risikos.[65] Im Fall des Arztes ist dies die Einschränkung auf Erbringung ärztlicher Leistungen und die Rehabilitation

[61] Vgl. Behringer (2012), S. 41
[62] Vgl. § 49 (2) ÄrzteG
[63] Vgl. Wallner (2011), S. 86; Vgl. Schneider (2001), S. 199 f.
[64] Vgl. Merk (2007), S. 449
[65] Vgl. Behringer (2012), S. 48

von Kranken, wobei diese nur im Rahmen der dem Arzt erlaubten Möglichkeiten und Ausbildung (Fachgebiet)[66] stattfinden kann. Dies geht Hand in Hand mit der Personenbezogenheit der Umsätze.

3.2.5. Begrenzte Lebensdauer der freiberuflichen Praxis

Bedingt durch die starke Bindung der Arztpraxis an die Person des Arztes und seinen Fähigkeiten, ergibt sich aufgrund seines begrenzten Lebens und der unmittelbaren Verbindung zwischen Arzt und Arztpraxis auch ein potentiell begrenztes Bestehen für die Arztpraxis. Die Lebensdauer der Arztpraxis hängt stark von der Intensität der Bindung an den Arzt ab. Je größer die Bindung, umso kürzer ist die Lebensdauer der Arztpraxis.

In den Gesamtverträgen zwischen der Österreichischen Ärztekammer und der Krankenkassen wird geregelt, was im Todesfall des Vertragsarztes passiert. Beispielsweise ist im Vertrag zwischen der ÖÄK und der SVA vorgesehen, dass das Vertragsverhältnis bei Tod untergeht. Der verbleibende (Ehe)Partner kann zwar auf bestimmte Zeit einen Vertretungsarzt bestellen, aber nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne ist dies ebenso nicht mehr zulässig.[67] Demzufolge ist auch die Lebensdauer einer Kassenvertragsarztpraxis von der Lebensdauer des Kassenarztes abhängig.

[66] Vgl. § 2 ff. ÄrzteG
[67] Vgl. Gesamtvertrag (2010), § 35, Abs. 1f

3.3. Die Arztpraxis als Klein- oder Mittelbetrieb

3.3.1. Merkmale von kleinen und mittleren Unternehmen

3.3.1.1. Quantitative Merkmale

In der Literatur finden sich unzählige Kriterien zur Einordnung von kleinen und mittleren Unternehmen. Verwendung finden Umsatz- und Mitarbeiterzahlen, seltener jedoch Marktanteil und Bilanzsumme.[68] Es gibt vielfach verschiedenste Definitionen, aber nicht DIE Definition von kleinen und mittleren Unternehmen. Eine gute Richtlinie, welche auch von vielen Institutionen angenommen wird, ist jene der EU-Kommission. Hier wird auf Mitarbeiterzahl, Jahresumsatz, sowie Jahresbilanzsumme abgestellt. Im Detail sind folgende Parameter und Grenzen für die Einordnung eines Unternehmens heranzuziehen:

Größenklasse	Mitarbeiterzahl	Jahresumsatz oder Jahresbilanzsumme	
Mittleres Unternehmen	< 250	<= 50 Mio. €	<= 43 Mio. €
Kleines Unternehmen	< 50	<= 10 Mio. €	<= 10 Mio. €
Kleinstunternehmen	< 10	<= 2 Mio. €	<= 2 Mio. €

Tabelle 4: Größenmerkmale für die Einordnung von KMU gemäß EU-Kommission
Quelle: Vgl. EU-Kommission (2006): Die neue KMU-Definition, S. 14

In Österreich selbst existiert keine eigene Definition, weshalb für die vorliegende Arbeit die Definition der EU-Kommission Anwendung findet.[69]

[68] Vgl. Behringer (2012), S. 33
[69] Vgl. Behringer (2012), S. 35

3.3.1.2. Qualitative Merkmale

Ein kleines oder mittleres Unternehmen hat neben der rechtlichen Selbständigkeit auch eine wirtschaftliche Eigenständigkeit aufzuweisen.[70] Ein weiteres Merkmal eines kleinen und mittleren Unternehmens ist, dass es nicht an der Börse notiert.[71] Ebenfalls ein qualitatives Merkmal ist der Umstand, dass ein und dieselbe Person das Unternehmen führt und besitzt. Der Unternehmer stellt daher eine Schlüsselfigur des Unternehmens dar.[72] Nicht nur das Unternehmen ist abhängig von der Existenz des Unternehmers, das Unternehmen ist auch die Existenzgrundlage des Unternehmers.[73]

3.3.2. Die größenabhängige Einordnung der Arztpraxis

Aufgrund des Zusammenhangs der Einnahmen mit der höchstpersönlichen Tätigkeit des Arztes und der daraus folgenden begrenzten zeitlichen Ressourcen (jeder Mensch hat pro Tag maximal 24 Stunden zur Verfügung), ergibt sich bereits aus diesem Faktum eine Beschränkung der Umsätze. Weiteren Einschränkungen unterliegen Arztpraxen mit einem Kassenvertrag, welche sich nach Kontingenten orientieren müssen. Dies ist z.B. vor allem bei radiologischen Praxen in Österreich der Fall. (siehe Kapitel 3.1.2.)

Aufgrund fehlender Marktdaten aus Österreich wurden vergleichsweise die Daten deutscher Ärzte herangezogen. Eine statistische Erhebung über Fachärzte in Deutschland zeigt, dass sich die Monatsumsätze zwischen € 6.000 (Psychotherapeuten) und € 75.000 (Nephrologen) – abhängig von der

[70] Vgl. Behringer (2012), S. 36
[71] Vgl. Neus (1995), S. 2 f.
[72] Vgl. Behringer (2012), S. 37
[73] Vgl. Sewing (1992), S. 13

Fachausbildung - bewegen. Das sind hochgerechnet jährliche Umsätze zwischen € 75.000 und € 900.000.[74] Die Umsätze von Allgemeinmedizinern, welche die Mehrheit an Ärzten in Deutschland bilden, betragen durchschnittlich € 385.000 pro Jahr und liegen somit unter der Grenze von € 2 Mio. für Kleinstunternehmen.[75] (Auch in Österreich stellt die Gruppe der Allgemeinmediziner die überwiegende Mehrheit dar und umfasst ca. 40% aller Arztgruppen.)

Da Ärzte mit Privatordinationen einen höheren Stundensatz verrechnen können als ein vergleichbarer Arzt mit Kassenvertrag, ist auch hier eine Vergleichsrechnung für größenabhängige Einordnungen anzustellen: Selbst bei Annahme von 12 verrechenbaren Arbeitsstunden je Tag (5 Tage/Woche und keine Woche geschlossen), sowie einem hypothetischen Stundensatz für Privathonorare von € 500, ergibt sich ein Jahresumsatz von € 1,56 Mio. Aufgrund dieser sehr banalen Hochrechnung sind Arztpraxen – unabhängig, ob mit oder ohne Kassenvertrag - in der Mehrheit der Fälle als Kleinstunternehmen einzustufen.

Vor allem bei radiologischen Praxen, bei welchen sich zumeist mehrere Ärzte zusammenschließen, sind durchaus höhere Umsätze möglich. Dennoch erscheint eine Einstufung als Klein- oder Mittelunternehmen realitätsgetreu zu sein.

3.3.3. Die Einheit von Eigentum und Unternehmensführung

Eine Ärzte-GmbH oder Ärzte-OG darf ausschließlich von berufsberechtigten Ärzten geführt werden.[76] Der Erwerb und das Halten von Anteilen durch berufsfremde

[74] Vgl. KBV, Statista (2012), Seite 40
[75] Vgl. Steuerberater-Daten, Statista (2012), Seite 43; Hinweis: Durchschnitt aus 1.744 Arztpraxen (Einzel und Gemeinschaftspraxen).
[76] Vgl. § 52a (3) Z1 ÄrzteG

Personen sind verboten.[77] Während eine Einzelpraxis von nur einem Arzt geführt wird, sind in der Ärzte-OG und der Ärzte-GmbH mindestens 2 Ärzte vorgeschrieben. Aus dem Ärztegesetz ergibt sich auch, dass keine berufsfremden Geschäftsführer angestellt werden dürfen. Als Folge dieses Gesetzes sind somit Eigentum und Unternehmensführung immer gemeinsam in einer Person vereint – egal wie viele Ärzte an der Arztpraxis beteiligt sind. Jeder geschäftsführende Arzt muss Eigentümer sein und vice versa. Im Gegensatz zu anderen Unternehmen, bei denen dies nicht zwingend vorgeschrieben ist, stellt dies einen Unterschied dar. Ein unternehmensführender Arzt, welcher auch Eigentümer ist, wird sich in der Regel anders verhalten als ein angestellter geschäftsführender Arzt.[78] Hier kann es sein, dass nicht immer nur das Wohl der Arztpraxis, sondern jenes der Eigentümer stärker beachtet wird.

3.3.4. Familiäre Einflüsse aus dem Bereich des Arztes auf die Arztpraxis

Ob Krankheit, Unfall, Pflegebedürftigkeit, Tod, neuer Nachwuchs oder anderweitige Gegebenheiten - diese Ereignisse in der Familie bzw. im Umfeld des Arztes haben mehr oder weniger großen Einfluss auf dessen Arbeitsfähigkeit.

Aufgrund der höchstpersönlichen Leistungsverpflichtung des Arztes bergen die familiären Einflüsse ein sehr hohes Risiko für den Fortbestand der Arztpraxis. Negative Einflüsse und Geschehnisse können sich vom Umfeld des Arztes auf die Arztpraxis übertragen bzw. negativ auswirken. Schlimmstenfalls kann es zur Schließung der Arztpraxis kommen.

[77] Vgl. Holzgruber/Hübner-Schwarzinger/Minihold (2011), S. 77
[78] Vgl. Behringer (2012), S. 39

Diese Gefahren sind in einer Gruppenpraxis geringer als in einer Einzelpraxis, da sich die Ärzte gegenseitig vertreten können. Das Risiko kann aber nicht ganz eliminiert werden und ist ob seinem Vorhandensein in der Bewertung nicht zu vernachlässigen. Es besteht jedoch eine gewisse Schwierigkeit diese Risiken zu quantifizieren. Bspw. stellt ein Wirtschaftsjahr, in welchem eine Ärztin die Babykarenz genoss und daher sehr viele Vertretungsausgaben hatte, ein Jahr dar, welches sehr stark von einem familiären Ereignis geprägt war. Dieses Jahr ist nicht als repräsentativ zu betrachten.

3.3.5. Fehlende Abgrenzung zwischen Privat- und Betriebsvermögen

Eine weitere Besonderheit ist, dass das Privatvermögen oft mit dem Betriebsvermögen vermischt wird. Für den Arzt ist die Abgrenzung zwischen privat und Betrieb oft unklar und schwieriger zu trennen, bzw. ist das Bewusstsein für eine Trennung nicht oder nur gering vorhanden.[79] Hinweise auf betrieblich verwendetes Privatvermögen sind in Aufstellungen des Sonderbetriebsvermögens ersichtlich.[80] Privat genutztes Betriebsvermögen sollte in der Einnahmen-Ausgaben-Rechnung durch den gewinnerhöhenden Ansatz von Privatanteilen zu ersehen sein und stellen für die Planung wichtige Indikatoren dar.

3.3.6. Konzentration des Vermögens in ein Portefeuille

Die Einnahmen aus der Arztpraxis stellen in der Regel die Haupteinkunftsquelle des Arztes dar. Dies ist zu vergleichen mit einem Investor, der nur ein Portefeuille besitzt und das Risiko darin nur gering bis gar nicht streuen kann. Demzufolge wird oft

[79] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 85f.
[80] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 87

argumentiert, dass die Kapitalmarkttheorie, die als Grundlage den Portfolio-Ansatz hat, auf KMU nicht anwendbar ist.[81] Aufgrund der fehlenden Diversifikation muss der Arzt auch das unsystematische Risiko tragen, welches ein anderer Investor mit breiter Risikostreuung wegdiversifizieren könnte.[82] Aschauer/Purtscher argumentieren hingegen, dass der Kapitalmarkt immer eine Lösung ist[83] und demnach sehr wohl die Kapitalmarkttheorie anzuwenden ist. Auch kann der Arzt sein Risiko streuen, indem er neben der Arztpraxis in weitere Anlageformen investiert.

3.3.7. Eingeschränkte Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung

Kleine Unternehmen haben im Vergleich zu größeren geringere Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung. Organisierte Kapitalmärkte kommen für Arztpraxen aufgrund des Verbotes der Vergesellschaftung als Aktiengesellschaft nicht in Frage. Mögliche Quellen Kapital zu beschaffen sind Finanzdienstleister und Privatdarlehen durch Freunde und Familie.[84]

Auch gegenüber Banken haben kleinere Unternehmen eher ein geringeres Verhandlungspotential als größere Unternehmen, da sie sehr oft Schwankungen unterliegen und keine gleichbleibende Finanzierung benötigen, sondern diese durch Spitzenausgleich gekennzeichnet ist.[85] Diese Finanzierungsspitzen resultieren aus notwendigen Investitionen, die nicht schrittweise erfolgen können, sondern „in einem Schwung“ getätigt werden müssen, wobei diese dann weitaus größeren Umfang besitzen als bei großen Unternehmen.[86] Aus diesem Grund müssen kleine

[81] Vgl. Behringer (2012), S. 48; Vgl. Markowitz (1952), S. 77ff.
[82] Vgl. Neus (1995), S.3
[83] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 91
[84] Vgl. Behringer (2012), S. 48f
[85] Vgl. Schmidt (1984), S. 183)
[86] Vgl. Behringer (2012), S. 49

Unternehmen tendenziell höhere Zinsen zahlen als große.[87] Während diese Finanzierungsspitzen in der Regel bei „anlageschwachen“[88] Arztpraxen in der Anfangsphase auftreten, werden sie bei anlagenintensiven Arztpraxen in regelmäßigen Abständen bei Anschaffung von Anlagegütern, wie bspw. medizinischen Maschinen/Geräten, auftreten.

3.3.8. Berücksichtigung des persönlichen Haftungsrisikos

Aufgrund des persönlichen Haftungsrisikos (von Einzelunternehmern und persönlich haftenden Gesellschaftern von Personengesellschaften) werden risikoaverse Marktteilnehmer in einem Unternehmen mit persönlicher Haftung ein erhöhtes Risiko sehen, nicht nur das eingesetzte Kapital, sondern auch darüber hinausgehendes privates Vermögen verlieren zu können. Dieses erhöhte Risiko trifft jedoch nicht die Arztpraxis, sondern den Eigentümer (d.h. den Arzt) und stellt – im Vergleich zu einer Gesellschaft, bei welcher die Gesellschafter nicht mit ihrem Privatvermögen haften – keine Erhöhung des Risikos für die Arztpraxis dar und hat daher keinerlei Einfluss auf die Bewertung.

[87] Vgl. Wossidlo (1982), S. 447
[88] in Bezug auf das Anlagevermögen

3.3.9. Planungslücken und fehlende Verpflichtungen zur Publizität und Führung eines Controlling

Sofern Finanzplanungen bestehen, liegen Planzahlen zumeist nur für das Folgejahr, nicht aber für drei oder gar fünf Jahre, vor.[89] In der Praxis findet die Planung oft nicht den Weg aus dem Kopf des Arztes auf das Papier. Existieren daher keine Plandaten, besteht die Möglichkeit von den Zahlen aus der Vergangenheit auf die zukünftigen Zahlen zu schließen, d.h. Jahresabschlüsse mit GuV, Einnahmen-Ausgaben-Rechnungen, sowie Cashflow-Rechnungen der vergangenen Jahre werden dann als Basis für die Planung herangezogen.[90]

Bei der Berücksichtigung der Vergangenheitswerte ist zu beachten, dass Cashflow-Rechnungen für Einnahmen-Ausgaben-Rechner (wie es Einzelpraxis oder Ärzte-OG sind) nicht verpflichtend aufzustellen sind. Auch für kleine und mittlere GmbHs besteht dazu keine Verpflichtung[91]. Demzufolge bildet die Basis der Planung die GuV (bei der Ärzte-GmbH) bzw. die Einnahmen-Ausgaben-Rechnung (bei einer Einzelpraxis oder Ärzte-OG).[92] Aufgrund der fehlenden Publizitätspflicht ist es notwendig, unternehmensinterne Informationen betreffend die Ordination direkt vom Arzt und ggf. seinen Mitarbeitern bzw. seines Steuerberaters heranzuziehen.[93]

Da Arztpraxen nicht zur Abgabe einer Umsatzsteuervoranmeldung verpflichtet sind[94], besteht auch kein Anreiz das Rechnungswesen regelmäßig (monatlich oder quartalsweise) zu führen. Hier kann es vorkommen, dass Monate oder Jahre vergehen bis die Buchhaltung erstmals (im Zuge der Erstellung der Einnahmen-Ausgaben-Rechnung) geführt bzw. bearbeitet wird.

[89] Vgl. Schütte-Biastoch (2010), S. 110
[90] Vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler (2009), S. 14ff.
[91] Vgl. § 242 (2) UGB
[92] Vgl. Schütte-Biastoch (2010), S. 110
[93] Vgl. Schütte-Biastoch (2010), S. 110
[94] Vgl. § 6 Z 19 UStG (unechte Umsatzsteuerbefreiung für ärztliche Tätigkeit)

Ist das Rechnungswesen für eine Planung wenig ausreichend, ist dafür jedenfalls die Fachkenntnis des Bewerters heranzuziehen.[95]

Liegt eine Planungsrechnung vor, können sowohl die Plan-GuV (und daraus die Ertragsüberschüsse), als auch die Plan-Cashflow-Rechnung (und daraus die Einnahmenüberschüsse) verwendet werden.[96]

3.3.10. Steuerliche Orientierung des Rechnungswesens

Da Arztpraxen - sofern sie nicht in Form einer GmbH geführt werden - unabhängig von deren Umsatzgröße nicht buchführungspflichtig sind[97], besteht auch keine Verpflichtung zur Offenlegung der Finanzzahlen im Firmenbuch. Aus diesem Grund wird die Einnahmen-Ausgaben-Rechnung rein aus steuerlichen Gründen erstellt und ist daher stark durch Steuerbegünstigungen, Förderungen, vorgezogenen Investitionen (um bspw. den steuerbegünstigten Gewinnfreibetrag auszunützen), beeinflusst. Diese steuerliche Ergebnisrechnung bildet die Arztpraxis betriebswirtschaftlich nicht exakt ab und ist somit für eine Bewertung der Praxis nur nach entsprechenden Abänderungen verwendbar.[98]

[95] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 86
[96] Vgl. Schütte-Biastoch (2010), S. 110
[97] Vgl. § 189 (1) i.V.m. § 189 (4) UGB
[98] Vgl. Faß (2000), S. 185

4. Die Bewertung der Arztpraxis anhand des modifizierten Ertragswertverfahrens

4.1. Allgemeines über das modifizierte Ertragswertverfahren

4.1.1. Anwendungsfälle

Unter Beachtung aller Spezifika von Arztpraxen und den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung wird grundsätzlich das Ertragswertverfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Arztpraxis herangezogen.[99] Da jedoch das traditionelle Ertragswertverfahren zu überhöhten Unternehmenswerten führen würde, sind einige Modifikationen notwendig, um den Besonderheiten von Arztpraxen gerecht zu werden. Diese Anpassungen beziehen sich auf die zukünftigen Zahlungsflüsse, den Diskontierungsfaktor und den Planungszeitraum.[100]

4.2. Die Wahl des Planungszeitraumes

In der Unternehmensbewertungslehre wird grundsätzliche eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens unterstellt. Um diese Annahme in die Bewertung mit einfließen zu lassen, wird nach der Detailplanungsphase ein konstanter Zustand angenommen, welcher durch eine ewige Rente repräsentiert wird. Die Personenbezogenheit der Arztpraxis gibt hier jedoch Anlass die unendliche Lebensdauer und damit einhergehende unbegrenzte Cashflows zu hinterfragen.[101]

[99] Vgl. Merk (2007), S. 459, sowie Merk (2010), S. 371
[100] Vgl. Lindenau/Spiller (2008), S. 200
[101] Vgl. Merk (2007), S. 460

Die Annahme einer begrenzten Lebensdauer ist gerechtfertigt, sofern der Bestand des Unternehmens durch ökonomische oder gesetzmäßige Umstände begrenzt ist.[102] Das Ende der wirtschaftlichen Aktivität muss aus der „Natur der Sache“ klar erkenntlich sein.[103] Dieses Ende ist bei einer Arztpraxis, die allein in der Person des Arztes besteht, spätestens dann der Fall, wenn dieser die gesetzliche Alterspension in Anspruch nimmt. Demzufolge wäre es gerechtfertigt, anstatt der ewigen Rente eine begrenzte Lebensdauer für die Dauer der Berufstätigkeit des Arztes, also 30 bis 35 Jahre[104], anzunehmen.

Ein Zeitraum von 30 bis 35 Jahren scheint jedoch im Hinblick auf das sich ständig ändernde Umfeld (Regulierungen, Gesetzesänderungen, Budgeteinsparungen, etc.) ein zu langer Zeitraum zu sein, um die Zukunft einer Arztpraxis verlässlich planen zu können. Ebenso gefährden Erkrankung, Unfall und Tod des Arztes den Fortbestand der Arztpraxis tagtäglich.

Eine weitere Möglichkeit zur Festlegung der Lebensdauer besteht in der Klassifizierung zwischen „lange bestehenden“ und als „gesund“ geltenden Unternehmen. Für diese wird eine Lebensdauer von 15 Jahren empfohlen. Für nicht diese Kriterien erfüllende Unternehmen soll eine etwas kürzere Planungsperiode von bis zu 10 Jahren veranschlagt werden.[105] Diese Formulierung ist jedoch sehr unklar und es geht nicht hervor, welche Kriterien für „lange bestehende“ und „gesunde“ Unternehmen gelten müssen.

Branchenspezifischere und auf die Besonderheit der Personengebundenheit besser eingehende Anmerkungen zur Lebensdauer lauten wie folgt: Der Kauf einer

[102] Vgl. Bruns (1998), S. 29
[103] Vgl. Siegel (1994), S. 459
[104] Annahme, dass Berechtigung zur Gründung einer Praxis mit 27-30 Jahren beginnt und die Alterspension mit 60 bzw. 62 Jahren beansprucht werden kann.
[105] Vgl. Haeseler/Kros (2002), S. 11

Arztpraxis ist vonseiten des übernehmenden Arztes als Erwerb von Möglichkeiten zu sehen. Möglichkeiten, das Vertrauen der Patienten zu gewinnen und durch die Leistung des übernehmenden Arztes die Erfolge des übergebenden Arztes weiterzuführen. Da diese Chance allerdings vergänglich ist, müssen die Cashflows mit dieser Dauer begrenzt werden.[106]

Wird eine Praxis von zwei oder mehr Ärzten geführt, wird der Austritt eines Arztes geringere Auswirkungen auf die Patienten haben als das Ausscheiden des Arztes einer Einzelpraxis. Grund dafür ist die schwächere Personenbezogenheit der Gruppenpraxis gegenüber der Einzelpraxis. Eine geringere Personenbezogenheit birgt auch ein geringeres Risiko. In einer Arztpraxis mit geringerem Risiko ist der Zeitraum, in welcher der neu eingetretene Arzt das Vertrauen der Patienten gewinnen kann, länger gefasst als in einer Einzelpraxis.[107]

Konkret wird ein Nachhaltigkeitszeitraum von 2 bis 5 Jahren empfohlen, jedoch ist es notwendig bei bestimmten Facharztgruppen, wie z.B. radiologischen Praxen, die besonders anlagenintensiv sind und ein größeres Angebot von Ärzten bietet, eine abweichende Nachhaltigkeitsdauer festzulegen.[108] Mit „abweichend“ ist hier „länger“ zu verstehen.

Auch die Deutsche Bundesärztekammer äußert sich in Ihren „Hinweisen zur Bewertung von Arztpraxen“ mit einer Empfehlung der Nachhaltigkeitsdauer von 2 Jahren für Einzelpraxen und 2,5 Jahren für Gemeinschaftspraxen.[109]

Der Ansatz eines unendlichen Planungshorizontes ist jedenfalls stark zu verneinen. Vor allem das Faktum, dass der Arzt seine Tätigkeit mit Erreichen eines bestimmten

[106] Vgl. Merk (2007), S. 460
[107] Vgl. Merk (2007), S. 460
[108] Vgl. Cramer/Maier (2002), S.617-619
[109] Vgl. Cramer (2009), S. 717-718

Lebensjahres beenden wird, ist ein Indiz für die Begrenzung der Lebensdauer und somit der Bejahung eines endlichen Planungszeitraumes.[110]

Die konkrete Festlegung der Lebensdauer und damit des Planungszeitraumes bemisst sich nach dem Bewertungsanlass, dem Bewertungsobjekt und einer genauen Untersuchung der Arztpraxis, sowie ihres Umfeldes.[111] Die Planungsdauer ist jedenfalls sorgfältig zu recherchieren und gut zu argumentieren.[112] In Zusammenfassung der Literatur ist daher von einer Nachhaltigkeit von Arztpraxen von 2 bis 5 Jahren auszugehen. Bei anlagenintensiven und größeren (mehrere Ärzte) Arztpraxen kann ein längerer Zeitraum als 5 Jahre angenommen werden. Zu beachten ist, dass jede Arztpraxis einzigartig ist und auch dementsprechend bewertet werden muss.

4.3. Die Planung der Cash-Flows

4.3.1. Sicherheit der Einnahmen

4.3.1.1. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Krankenkassen

Das Spezifikum der Sicherheit der Einnahmen bei Ärzten mir Kassenverträgen, welches bereits in Kapitel 3.1.2.3. näher erläutert wurde, ist auch in der Planung der Cash-Flow-Einnahmen zu berücksichtigen.

Mithilfe der von der jeweiligen Krankenkasse vorgegebenen Tarife (je Leistung) und der geschätzten Anzahl an abrechenbaren Leistungen kann eine detaillierte

[110] Vgl. Lindenau/Spiller (2008), S. 200f
[111] Vgl. Merk (2010), S. 371
[112] Vgl. Merk (2007), S. 461

Planungsrechnung erstellt werden. Ebenso ist es möglich und in der Praxis gängig die Werte der Vergangenheit für die Planung heranzuziehen und diese mit einem plausiblen Wachstumsfaktor zu erhöhen. Zu beachten sind jedenfalls auch die möglichen Kontingentbeschränkungen seitens der Krankenkassen. Aufgrund des in Kapitel 3.1.4. erläuterten Planstellensystems besteht eine gewisse Sicherheit betreffend die geplanten Einnahmen.

4.3.1.2. Sicherheit der Einnahmen vonseiten der Patienten

Die Einnahmen sind jedoch nicht nur von den zugeteilten Kontingenten der Krankenkassen allein abhängig, sondern auch von der Anzahl an Patienten selbst. Wenn eine Arztpraxis einen Vertrag mit einer Krankenkasse abgeschlossen hat, ist zwar die Zahlstelle gewährleistet, aber nicht auch automatisch die Anzahl der behandelten Patienten. Folgende Faktoren sind für die Patienten bei der Wahl der Arztpraxis von Relevanz:

- Erreichbarkeit (öffentliche Verkehrsmittel, genügend Parkmöglichkeiten)
- Umfeld der Praxis (Einkaufsmöglichkeit, Lage/Milieu)
- Öffnungszeiten (Wochenstundenanzahl, Abendordination für Berufstätige, flexible Zeiten auf Anfrage)
- Konkurrenz
- Wartezeiten
- Netzwerk aus überweisenden Ärzten (bei Fachärzten relevant)

Diese Rahmenbedingungen bzw. deren geplante oder bevorstehende Änderungen sind in die Planung der Cash-Flows mit einzubeziehen.

Während bei einer bestehenden Kassen-Arztpraxis und der ordnungsgemäßen Übergabe an einen Nachfolger grundsätzlich mit demselben Ordinationsergebnis wie beim Vorgänger gerechnet werden kann, ist dies bei Arztpraxen mit Privatpatienten keineswegs der Fall. Der Grund liegt darin, dass bei Privatpatienten die Personengebundenheit um ein Vieles größer ist bzw. die Umsätze schwieriger bis gar nicht übertragen werden können (siehe Kapitel 4.2.).

Obwohl die Übertragung von Umsätzen bei Privatpatienten weitaus anspruchsvoller ist, hängt der Verbleib der Patienten von einer „geordneten Übergabe“ ab. Der Beitrag des „gehenden“ Arztes ist in Bezug auf die „Übertragung von Vertrauen“ auf den „neuen“ Arzt ein sehr wesentlicher. Ebenso sind die demographischen Verhältnisse der Patienten (langjährige Patienten, Alter der Patienten, etc.) von großer Relevanz.[113]

4.3.1.3. Sicherheit der Einnahmen vonseiten überweisender Ärzte

Diverse Facharztgruppen sind überwiegend auf die Überweisung von Patienten durch andere Berufskollegen abhängig. Ein solches Netzwerk aufzubauen kostet viel Zeit und ist manchmal allein nicht möglich.

Ist eine Arztpraxis zu bewerten, die sich in solch einer Abhängigkeitssituation befindet, ist genau zu überprüfen, welche Arztpraxen als „Lieferanten“ von Patienten fungieren. Diese sind herauszufiltern, zu gruppieren und auf Stärken und Schwächen zu untersuchen. Mögliche Kriterien sind dabei:

[113] Vgl. Lindenau/Spiller (2008), S. 200

- Konstanz der Überweisungen
- Volumen der Überweisungen
- Künftiges Bestehen an „Zuweisenden“ (Alter des Praxisinhabers, geplante Verlegung der Krankenanstalt an einen anderen Standort, etc.)
- Große Abhängigkeiten von einzelnen „Zuweisenden“ (z.B. 1 Krankenanstalt „liefert“ 70% der Patienten, während 100 Ärzte nur 30% der Patienten zukommen lassen)

4.3.2. Abschläge aufgrund eines nahenden Pensionsantrittes

In den gesamtvertraglichen Vereinbarungen zwischen der Ärztekammer für die Bundesländer und dem Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger ist die Altersgrenze, mit welcher Vertragsärzte die Alterspension antreten, ersichtlich. Diese kann von Bundesland zu Bundesland differieren und liegt derzeit bei 70 bis 74 Jahren. Eine freiwillige Verlängerung der Arbeitszeit durch den Arzt ist jedoch möglich.[114]

Da bei einem nahenden Pensionsantritt automatisch eine Ausschreibung der nachzubesetzenden Arztstelle erfolgt[115], wird der übergebende und in Pension gehende Arzt ein großes Interesse daran haben, bei der Nachfolgerwahl ein Mitspracherecht zu erhalten, um seine Interessen (betreffend Verkaufspreis, etc.) durchsetzen zu können. Demzufolge besteht kein Zwang zur Aufgabe der Arztpraxis mit allen Mitteln.

[114] Vgl. beispielhaft Gesamtvertrag (2010b)
[115] Vgl. beispielhaft Gesamtvertrag (2010b)

Aus diesem Grund - und da ein pauschaler Abschlag ein Akt der Willkür ist - ist eine pauschale Kürzung des Cash-Flows aufgrund eines nahenden Pensionsantrittes zu verneinen.

4.3.3. Vorzunehmende „Glättungen“

Zu allererst sind für die Planung der Zukunftswerte die vorliegenden Vergangenheitswerte heranzuziehen. In einem weiteren Schritt werden die Zahlen der Vergangenheit analysiert und auf Übertragbarkeit bzw. Extrapolationsfähigkeit überprüft. In der Folge sind die auf einen Nachfolgearzt übertragbaren Einnahmen von den nicht übertragbaren zu trennen.[116]

4.3.3.1. Ausscheiden höchstpersönlicher Einnahmen des Arztes

Bestehen die Einnahmen der Arztpraxis zu einem Teil aus höchstpersönlichen Einnahmen des Arztes (z.B. Gutachtertätigkeit, Funktionärstätigkeit, Vortragstätigkeit, etc.), dann ist es notwendig diese einer genauen Überprüfung zu unterziehen und zu eruieren, inwiefern diese Einnahmen auf einen anderen Praxisinhaber übertragen werden können bzw. sollen. Ausschlaggebend ist vor allem, inwieweit die erbrachte Leistung an den Arzt gebunden ist und ob diese Tätigkeiten auch vom neuen Praxisinhaber geleistet werden (geplantes Leistungsspektrum) bzw. werden können (Qualifikationen).[117]

[116] Vgl. Ballwieser (2007), S. 22
[117] Vgl. Lindenau/Spiller (2008), S. 200

Es sind jedenfalls nur diejenigen Umsätze in die Planung einzubeziehen, die übertragen werden. Alle anderen Umsätze sind auszuscheiden und fließen somit nicht in den Wert der Arztpraxis ein.[118]

4.3.3.2. Bereinigung aperiodischer Einnahmen und Ausgaben

Grundsätzlich sind Erträge und Aufwendungen, die keinen wiederkehrenden Charakter aufweisen, zu eliminieren.[119]

Instandhaltungen und Anschaffungen von Wirtschaftsgütern (z.B. medizinische Geräte, Praxisausstattung) fallen über die gesamte Lebensdauer – und vor allem über eine kürzere Planungsdauer – sehr ungleichmäßig an. Sie treten in „Schüben" auf. In der Planungsrechnung sind diese Aufwendungen zu objektivieren.[120]

4.3.3.3. Bereinigung von personenbezogenen Einnahmen und Ausgaben

Wurden höchstpersönliche Einnahmen als nicht übertragbar klassifiziert, sind diese in der Planungsrechnung auszuscheiden, da diese vom übernehmenden Arzt nicht erzielt werden können. Ebenso sind Einnahmen nicht übertragbar, die losgelöst vom bisherigen Arzt aufgrund von bspw. Beziehungen personeller oder familiärer Gattung, Spezialkenntnisse, sowie besonderer Charaktereigenschaften nicht auf den übernehmenden Arzt übertragen werden können.[121] Ebenso ist es denkbar, dass bestimmte Kassenverträge auf einen anderen Arzt nicht „übertragen" werden

[118] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 82
[119] Vgl. Ballwieser (2007), S. 35
[120] Vgl. Boos (2005), S. 205
[121] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 86

können. Die Einnahmen mit den entsprechenden Kassenpatienten dürfen daher bei der objektivierten Bewertung nicht berücksichtigt werden.

4.3.3.4. Bereinigung von privat und betrieblich vermischten Ausgaben

Aufwendungen, die auch teilweise privat veranlasst sind, müssen um diesen privaten Anteil gekürzt werden. Dazu zählen z.B. Aufwendungen für mitarbeitende Familienmitglieder.[122] Diese Ausgaben sind in zwei Richtungen zu überprüfen: einerseits, ob das Entgelt und dessen Höhe gerechtfertigt ist (ein Fremdvergleich ist anzustellen) und andererseits, ob ein zusätzliches fiktives Entgelt für einen unentgeltlich mitarbeitenden Angehörigen anzusetzen wäre (z.B. die Ehegattin des Arztes hilft regelmäßig unentgeltlich als Ordinationsassistentin aus). Diese Kosten entstünden einem anderen Arzt -dessen Familienmitglieder nicht mitarbeiten - durch eine zusätzliche Arbeitskraft. Wenn nun eine solche marktunübliche Kondition[123] vorliegt, ist diese an den Markt anzupassen und zusätzliche Ausgaben in die Planung mit aufzunehmen.

Ebenso soll es vorkommen, dass betriebliche Einnahmen nicht im Rechnungswesen abgebildet sind. In der Buchhaltung nicht abgebildete und somit der „Steuer hinterzogene“ Einnahmen sind jedoch schwer nachvollziehbar und dürfen, auch wenn vom Praxisinhaber sorgsam dokumentiert, nicht in das Bewertungsgutachten mit aufgenommen werden. Auf ein finanzstrafrechtliches Vergehen sei hier nur am Rande hingewiesen.[124]

[122] Vgl. Boos (2005), S. 205
[123] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 87
[124] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 86

Ein weiteres Beispiel ist ein steuerrechtlich „überteuerter“ Pkw (Anschaffungskosten über der Luxustangente von € 40.000[125]). Hier sollte sowohl bei der Abschreibung des Pkw als auch bei allfälligen laufenden Kosten, die von der Höhe der Anschaffungskosten abhängen (z.B. Kaskoversicherung), auf die steuerlich zulässigen Höchstbeträge abgestellt werden. Auch bei einer Neuinvestition ist diese Grenze zu beachten. Der Ansatz von Kosten, die diese Grenze übersteigen, erfordert eine fundierte Dokumentation und Argumentation der Notwendigkeit eines teureren Pkws für die Berufsausübung (z.B. Spezialausstattung).

Wird z.B. ein Teil der Ordination weitervermietet und sind die Mieteinnahmen Einnahmen der Arztpraxis, dann ist zu überprüfen, ob diese im Speziellen nur beim aktuellen Ordinationsinhaber anfallen oder auch vom „übernehmenden“ Arzt erzielt werden (können). Indizien dafür sind, ob die Ordinationsräumlichkeiten im Eigentum des Arztes stehen und auch bleiben bzw. wie der Mietvertrag ausgestaltet ist. Weiter ist auch zu prüfen, ob Sonderkonditionen vereinbart wurden, die auf einen anderen Arzt übertragen werden können.

4.3.3.5. Bereinigung Cash Flow-unwirksamer Erlöse und Aufwendungen

<u>Steuerfreier Betrag für Abfertigungsleistungen an Arbeitnehmer</u>

Für nach dem 31.12.2002 beginnende Dienstverhältnisse besteht für den Dienstgeber zwingend die Pflicht zur Einzahlung in eine Mitarbeitervorsorgekasse.[126] Davor sparten Arbeitgeber die Abfertigungsleistungen in ihrem Betrieb selbständig an. Im Rahmen dieses „Ansparens“ war und ist es möglich einen Teilbetrag davon

[125] Vgl. § 20 Abs. 1 Z 2 lit b EStG, sowie Einkommensteuerrichtlinie i.d.g.F.
[126] Vgl. § 46 BMSVG

auch steuerlich als Betriebsausgabe geltend zu machen.[127] Diese fiktive Ausgabe ist bei der Überleitung von der Einnahmen-Ausgaben-Rechnung mit Istwerten in eine zukunftsbezogene Planungsrechnung auszuscheiden, da sie im Zeitpunkt des Ansatzes keinen Zahlungsabfluss darstellt. Cash-wirksam wird der steuerfreie Betrag bei der tatsächlichen Zahlung an den Dienstnehmer.[128] Sofern der Zeitpunkt der Abfertigungszahlung bekannt ist und im Planungszeitraum liegt, ist diese - nach Ansicht des Autors - sehr wohl in die Planung mit einzubeziehen und im Jahr des Abflusses zu berücksichtigen.

Abschreibungen

Abschreibungen von Wirtschaftsgütern werden bei der Überleitung von der steuerlichen Einnahmen-Ausgaben-Rechnung zur Planungsrechnung bereinigt, da sie ebenfalls nicht zahlungswirksam sind. Nicht zu bereinigen sind Anschaffungen, die auch in derselben Anschaffungsperiode wieder „abgeschrieben“ werden (Anlagevermögen mit Anschaffungskosten bis zu € 400[129]). Diese sind in die Planung als Zahlungsabflüsse aufzunehmen.[130]

Da außerplanmäßige Abschreibungen – wie der Name bereits besagt – nicht geplant werden können, sind diese von den planmäßigen Abschreibungen zu trennen und können aufgrund fehlender Prognose nicht in der Planungsrechnung angesetzt werden.[131]

[127] Vgl. § 14 (5) EStG
[128] Vgl. Ballwieser (2007), S. 32
[129] Vgl. § 13 EStG
[130] Vgl. Ballwieser (2007), S. 33
[131] Vgl. Ballwieser (2007), S. 33

4.3.4. Zusätzlicher Ansatz cash-wirksamer Ausgaben

Allgemeines zur Berücksichtigung von Investitionen

Grundsätzlich ist nur der Wissensstand bis zum Bewertungsstichtag in die Bewertung mit einzubeziehen. Alle Informationen, die nach dem Bewertungsstichtag zur Kenntnis gelangen, dürfen in der Wertermittlung keine Berücksichtigung finden.[132]

Da im Lebenszyklus einer Arztpraxis auch täglich Investitionsentscheidungen getroffen werden, ist in der Bewertung abzugrenzen, welche Investitionen in diese einfließen (dürfen) und welche unberücksichtigt bleiben (müssen).

Die planmäßigen Abschreibungen sind zwar nicht zahlungswirksam, können jedoch als Richtwert für kommende Ersatzinvestitionen herangezogen werden, welche sich schließlich sehr wohl auf den Zahlungsfluss auswirken.[133] Das letzte vorliegende Anlagenverzeichnis ist eine geeignete Grundlage für die Planung von (Ersatz)Investitionen.

Für die periodisierten Investitionsausgaben sind die voraussichtlichen Anschaffungspreise einer Neubeschaffung sowie die geplante Nutzungsdauer ausschlaggebend.[134]

[132] Vgl. Peemöller (2012), S. 33
[133] Vgl. Ballwieser (2007), S. 33
[134] Vgl. VSA (2012), S. 5

Bereits laufende Investitionen

Bereits durchgeführte Investitionen und deren Auswirkungen für die Zukunft sind in die Bewertung mit einzubeziehen. Hier kann es sich um noch fehlende Zahlungen, aber auch um zukünftige Erträge (z.B. aus der Vermietung von beweglichen oder unbeweglichen Gütern) handeln. Ebenso sind entsprechende Abschreibungen der einzelnen Investitionen, sowie Zinszahlungen bei Fremdfinanzierung zu berücksichtigen. Sofern der Praxiserwerber die Investition nicht realisieren bzw. finalisieren möchte oder kann, sind die Kosten für die Rückgängigmachung bzw. den Abbruch in die Bewertung mit aufzunehmen.[135]

Geplante Investitionen

Grundsätzlich sind Investitionen in Wirtschaftsgüter steuerlich nicht in einem Jahr abzugsfähig. Die Aufwendung ist auf die voraussichtliche betriebsgewöhnliche Nutzungsdauer aufzuteilen. Für bestimmte Wirtschaftsgüter sieht das Steuerrecht bestimmte Nutzungsdauern vor. Ein Nachschlagewerk stellt auch die deutsche AfA-Tabelle dar.

In Planung befindliche Investitionen sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Aufwendungen für Stilllegungen (z.B. Rückbau einer radiologischen Praxis, sowie Entlassungen und damit einhergehende Zahlungsverpflichtungen müssen jedoch sehr wohl in der Bewertung berücksichtigt werden. Allerdings sind diese Handlungen darauf hin zu prüfen, ob sie auch dauerhaft sind.[136]

[135] Vgl. Peemöller (2012), S. 33
[136] Vgl. Peemöller (2012), S. 33

4.3.5. Die Wahl eines angemessenen kalkulatorischen Arztlohns

Während bei einer Ärzte-GmbH ein Geschäftsführer-Entgelt als Entlohnung für die persönliche Leistung des Arztes aufwandswirksam in der Buchhaltung aufscheint, ist dies bei der Ärzte-OG und der Einzelpraxis nicht der Fall. Dies deshalb, weil Auszahlungen an den Eigentümer/die Eigentümer keinen steuerlich wirksamen Aufwand, sondern ertragsteuerlich nicht relevante Entnahmen darstellen.[137] Führt ein Gesellschafter gleichzeitig auch die Geschäfte, ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn geltend zu machen.[138] Dies ist bei Arztpraxen jedenfalls anzunehmen, da diese nicht nur beteiligt sein können[139], sondern in einer Arztpraxis tatsächlich tätig sein müssen.

Die Leistungserbringung des Arztes muss daher fiktiv abgebildet werden. Diesem Erfordernis wird mithilfe des kalkulatorischen Arztlohns Rechnung getragen.
Die Vergleichbarkeit zwischen Kapitalgesellschaft einerseits und Personengesellschaft bzw. Einzelunternehmen andererseits ist somit sichergestellt.[140]

Es bestehen grundsätzlich zwei Ansätze den kalkulatorischen Arztlohn zu bestimmen. Der subjektive Ansatz richtet sich danach, was der betreffende Arzt außerhalb seiner Arztpraxis verdienen würde. Der objektive Ansatz hingegen bemisst einen angemessenen Arztlohn daran, was ein vergleichbarer Arzt für dieselbe Tätigkeit bekommen würde.[141]

[137] Vgl. Winter (2009), S. 54
[138] Vgl. Ballwieser (2007), S. 89
[139] Vgl. § 49 (2) ÄrzteG (persönliche Berufsausübung)
[140] Vgl. Winter (2009), S. 54
[141] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 87

Im neuen Fachgutachten ist der kalkulatorische Unternehmerlohn definiert als Lohn, den ein Fremdgeschäftsführer erhalten würde.[142]

Bei der Frage nach der Höhe kann als Richtwert das „alternative Arztgehalt“ aus den „Hinweisen zur Bewertung von Arztpraxen“ der Deutschen Bundesärztekammer (DBÄK) herangezogen werden. Dieses orientiert sich an dem Bruttogehalt einer fachärztlichen Arbeitskraft, welches 2008 mit € 76.000 festgesetzt wurde und sich an Facharztgehältern in Krankenhäusern, bei Verbänden und in der Pharmaindustrie orientiert.[143] Das Arztgehalt wird in den Hinweisen der DBÄK als umsatzabhängig angenommen und stellt sich wie folgt dar:

Umsatzhöhe der Arztpraxis	**Prozentuelles Arztgehalt**	**Nominelles Arztgehalt 2008[144]**
< € 40.000	0%	€ 0
€ 40.000 - € 64.999	20%	€ 15.200
€ 65.000 - € 89.999	30%	€ 22.800
€ 90.000 - € 114.999	40%	€ 30.400
€ 115.000 - € 139.999	50%	€ 38.000
€ 140.000 - € 164.999	60%	€ 45.600
€ 165.000 - € 189.999	70%	€ 53.200
€ 190.000 - € 214.999	80%	€ 60.800
€ 215.000 - € 239.999	90%	€ 68.400
> € 240.000	100%	€ 76.000

Tabelle 5: Alternatives Arztgehalt nach Umsatzhöhe der Praxis
Quelle: Bundesärztekammer (2008): Hinweise zur Bewertung von Arztpraxen, Bekanntmachung vom 09.09.2008, A5, in: Deutsches Ärzteblatt, Jg. 105, Heft 51-52, 22.12.2008

[142] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 146
[143] Vgl. Cramer (2009), S. 718
[144] € 76.000 multipliziert mit dem entsprechenden Prozentsatz (Basis 2008)

Die Deutsche Bundesärztekammer empfiehlt bei mehreren Gesellschaftern das in Tabelle 5 ermittelte Arztgehalt mit der Anzahl der Gesellschafter zu multiplizieren.[145] Der Wert von € 76.000 ist ein Ausgangswert für 2008 und ist daher entsprechend zu valorisieren.[146] Dieser Richtwert könnte auch für Österreich als zutreffend erscheinen und bei Ermittlung des „Arztlohnes“ angewandt werden. Als Valorisierungsrichtwerte könnten kollektivvertragliche Erhöhungen, die Inflation laut Statistik Austria oder andere Parameter dienen.

Problematisch erscheint jedoch, dass sich der praxisführende Arzt nicht in einem Angestelltenverhältnis befindet, sondern selbständig tätig ist. Neben der Patientenbetreuung hat er ebenso unternehmerische Aktivitäten durchzuführen. Dieser Umstand ist jedoch in den Werten der Deutschen Bundesärztekammer nicht berücksichtigt. Demzufolge stellt sich die Frage eines pauschalen Aufschlages auf diesen Richtwert. Ein solcher Zuschlag erscheint jedoch aufgrund einer willkürlichen Annahme gem. Bauer[147] als nicht angemessen.[148]

Eine weitere Möglichkeit wäre Unternehmensgehälter anderer freiberuflicher Branchen heranzuziehen. Eine Untersuchung deutscher Steuerberaterkanzleien hat den kalkulatorischen Unternehmerlohn indirekt ermittelt, indem die Personalkosten von Kapitalgesellschaften denen von Einzelunternehmen in derselben Umsatzklasse gegenübergestellt wurden. Die Differenz der Personalkosten wurde als kalkulatorischer Unternehmerlohn deklariert und stellt sich wie folgt dar:

[145] Vgl. Cramer (2009), S. 718
[146] Vgl. Bayerisches Landesamt für Steuern (2013), S. 17
[147] Vgl. Bauer (2003), S. 101
[148] Vgl. Winter (2009), S. 55

Umsatzklasse	Kalkulatorischer Unternehmerlohn Steuerberater
€ 127.000 - € 153.000	€ 46.507
€ 153.000 - € 205.000	€ 46.098
€ 205.000 - € 256.000	€ 53.218
€ 256.000 - € 307.000	€ 58.089
€ 307.000 - € 358.000	€ 69.841
€ 358.000 - € 409.000	€ 67.555
€ 409.000 - € 460.000	€ 73.346
€ 460.000 - € 511.000	€ 98.956
€ 511.000 - € 1.023.000	€ 123.603
€ 1.023.000 - € 1.535.000	€ 182.842

Tabelle 6: Kalkulatorischer Unternehmerlohn Steuerberaterkanzleien Deutschland
Quelle: Winter (2010), S. 56

Es ist eindeutig zu erkennen, dass zu Beginn die Steuerberatergehälter geringer als jene der Ärzte ausfallen. Ab einem Umsatz von € 460.000 dreht sich dies jedoch um und das Arztgehalt fällt hinter das Steuerberatergehalt zurück. Während laut Deutscher Bundesärztekammer für einen Arzt maximal € 76.000 anzusetzen sind, kann für einen Steuerberater bis zu € 183.000 eingeplant werden. Demzufolge wäre ein kalkulatorischer Arztlohn bis zu dieser Höhe argumentierbar.

4.3.6. Der Ansatz kalkulatorischer Kosten

Neben dem kalkulatorischen Arztlohn ist zu überprüfen, welche weiteren kalkulatorischen Kosten anzusetzen sind. Dies können z.B. Kosten für eine künftige Miete oder Leasingrate sein. Der Ansatz von solchen kalkulatorischen Kosten ist dann notwendig, wenn derzeit die Ordinationsräumlichkeiten im Eigentum des Arztes

stehen und somit keine Mieten anfallen, d.h. aktuell keine Mietaufwendungen enthalten sind.[149]

4.3.7. Einbezug persönlicher Steuern in den Cash-Flows

Der Wert der Arztpraxis wird auch durch persönliche Steuern beeinflusst. Diese stellen Zahlungsabflüsse dar und vermindern den Wert, der den Anteilseignern tatsächlich zufließt. [150] Es ist zu untersuchen, ob der Steuerabzug im Zähler (also bei den Cash-Flows) zu berücksichtigen ist oder weggelassen werden kann/soll. Dies deshalb, da sich bei idealisierten Steuerverhältnissen und unter der Bedingung, dass der zu versteuernde Gewinn gleich dem Zahlungsabfluss ist, die Steuern im Zähler und Nenner (Cash-Flow und Zuschlag zum Zinssatz) kürzen. Idealisierte Steuerverhältnisse sind z.B. die Nichtberücksichtigung anderer Einkunftsquellen, die Nichtberücksichtigung von steuerlichen Absetz- und Freibeträgen sowie ein unveränderbarer Steuersatz.[151]

Der Unternehmenswert berechnet sich aus den diskontierten Netto-Cashflows an die Praxiseigentümer. Hinsichtlich Einbezug von personengebundenen Ertragsteuern ist zu differenzieren, ob eine objektivierte oder eine subjektivierte Unternehmensbewertung vorliegt und, ob es sich um eine Personengesellschaft oder eine Kapitalgesellschaft handelt.[152]

Bei der objektivierten Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften verweist das neue Fachgutachtens auf eine Bewertung nach persönlichen Steuern in Form eines Steuersatzes, welcher nur durch die

[149] Vgl. IHK Saarbrücken/IHK Hannover (2013), S. 8
[150] Vgl. Ballwieser (2007), S. 102
[151] Vgl. Ballwieser (2007), S. 103
[152] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 88

Auszahlungen aus dem Bewertungsobjekt resultiert.[153] Demnach bleiben andere Einkünfte außer Ansatz und es ist ein Steuersatz unabhängig von anderen Einflüssen anzuwenden. In Österreich existiert keine Empfehlung über die Höhe des Steuersatzes. Der Deutsche Bewertungsstandard IDW S 1 aus 2002 empfiehlt einen typisierten Steuersatz von 35%[154], unabhängig in welcher Steuerklasse der Arzt mit seinem Einkommen einzureihen wäre. Auch Zwirner hält einen Steuersatz von 35% für angemessen, sofern der subjektive Steuersatz des (bevorstehenden) Eigentümers ungewiss ist.[155] Zu untersuchen ist, ob der typisierte Steuersatz von 35% österreichischen Verhältnissen entspricht und für Praxisbewertungen in Österreich Gültigkeit besitzt.

Ebenso kann eine individuelle – auf das Bewertungsobjekt entfallende – Steuerlast in Abzug gebracht werden. Anzunehmen ist, dass dann auch die Arztpraxis betreffende Steuerbegünstigungen, wie beispielsweise der 13%ige Gewinnfreibetrag gem. § 11 EStG, welcher nur natürlichen Personen zusteht, in die Berechnung des Steuersatzes mit einzubeziehen ist, da dieser jedem anderem Arzt auch zustehen würde. Der Gewinn, vermindert um die Steuerlast, ergibt den ausschüttbaren Betrag, welcher in den Unternehmenswert einfließt.

Eine weitere Möglichkeit liegt in der fiktiven Annahme, dass es sich beim Bewertungsgegenstand um eine Kapitalgesellschaft handle.[156] In diesem Fall ist der (Körperschaft-)Steuersatz von 25% anzuwenden.[157]

Das Fachgutachten KFS/BW 1 weist darauf hin, dass bei Kapitalgesellschaften bereits die Körperschaftsteuer auf Arztpraxisebene die Cashflows reduziere und

[153] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 85
[154] Vgl. IDW S 1 (2002), TZ 51
[155] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1800
[156] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 84
[157] Vgl. § 22 KStG regelt den Körperschaftsteuersatz

deshalb persönliche Steuern außer Ansatz gelassen werden können. Eine Bewertung mit und ohne Steuern führe zu demselben Ergebnis.[158] Diese Möglichkeit gilt auch für die objektivierte Unternehmensbewertung.[159]

Eine solche Annahme erscheint jedoch für Arztpraxen in Form von Einzelpraxen oder nicht geeignet, da es auf Unternehmensebene de facto keine Steuerlast gibt. Die Steuerlast ist einzig und allein von der natürlichen Person – dem Arzt selbst – zu tragen, d.h. dem Arzt fließen schlussendlich die Gewinne abzüglich Einkommensteuer zu.

Für Gruppenpraxen und Krankenanstalten scheint jedoch der fiktive 25%ige Körperschaftsteuersatz eine geeignete Alternative zum individuellen und typisierten Steuersatz darzustellen. Rabel äußert sich dahingehend, dass der fiktive Körperschaftsteuersatz bei all jenen Gesellschaften anwendbar ist, bei denen die Möglichkeit besteht in Form einer Kapitalgesellschaft geführt zu werden. Dies ist bei Gruppenpraxen und Krankenanstalten jedenfalls der Fall. Zu beachten ist jedoch, dass nach Abzug der fiktiven KÖSt und Vernachlässigung einer fiktiven KESt, der Diskontierungsfaktor ebenso keine KESt beinhalten darf. (Näheres dazu in Kap. 4.4.4.2.)[160]

[158] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 84
[159] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 86
[160] Vgl. Rabel (2014)

4.3.8. Die Behandlung von Sonderbetriebsausgaben und –einnahmen bei der Gruppenpraxis-OG

Sonderbetriebsausgaben werden vom jeweiligen Arzt selbst getragen und sind daher wirtschaftlich und steuerlich nur diesem zuzuordnen. Eine Zurechnung zur Arztpraxis im Verhältnis der Beteiligung erfolgt nicht. Ebenso werden Sonderbetriebseinnahmen nur vom jeweiligen Arzt erwirtschaftet und sind alleine diesem zurechenbar. (z.B. Pflichtbeiträge an die Ärztekammer, betriebliche Nutzung des privaten Pkws)

Diese Einnahmen und Ausgaben sind jedenfalls daraufhin zu untersuchen, ob sie in die Bewertung mit einzubeziehen sind oder nicht. Beispielsweise ist in der Praxis zu beobachten, dass Pflichtbeiträge an die Ärztekammer und an den zugehörigen Wohlfahrtsfonds aufwandsmäßig aus der OG ausgeschieden und als Sonderbetriebsausgaben bei den jeweiligen Ärzten (im Verhältnis zu Ihrer erbrachten Leistung) angesetzt werden. Diese sind somit jedenfalls in die Planungsrechnung und somit auch in die Unternehmensbewertung mit einzubeziehen, da sie auch für jeden anderen Arzt anfallen würden.

4.4. Die Ermittlung des Diskontierungsfaktors

Die Unternehmensbewertung in der Form des modifizierten Ertragswertverfahrens beruht auf einem Vergleich von Alternativen. Die zukünftigen Ertragswerte aus der Arztpraxis sind der besten Investitionsalternative gegenüberzustellen. Diese alternativen Erträge spiegeln sich im Diskontierungsfaktor wider. Der Zinsfuß gibt an, welche Rendite mindestens von der (Investition in die) Arztpraxis erwartet wird.[161]

[161] Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 132

Die in Kapitel 4.3. ermittelten Zahlungsströme für die nächsten Jahre fließen nicht zum Bewertungsstichtag, sondern in der Zukunft zu. Um den zum Bewertungsstichtag geltenden Wertansatz zu ermitteln, ist eine Diskontierung der Cashflows auf das Datum des Bewertungsstichtages notwendig. Heranzuziehen ist ein adäquater Diskontzinssatz. Beim Ertragswertverfahren ist ein Diskontierungsfaktor zu verwenden, der die Eigenkapitalkosten repräsentiert. Fremdkapitalkosten müssen – im Gegensatz zum DCF-Verfahren - nicht berücksichtigt werden. Dies liegt daran, dass die Zahlungsflüsse, welche auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden, nur Werte darstellen, die tatsächlich dem Eigenkapitalgeber zufließen.[162]

Für die Ermittlung des Diskontierungsfaktors sind folgende Komponenten zu bestimmen:

- risikoloser Zinssatz
- Risiko (bestehend aus Marktrisikoprämie und Beta-Faktor)
- Steuersatz
- (Insolvenzaufschlag)

Zur Bestimmung des Diskontierungsfaktors findet das Capital Asset Pricing Model (CAPM) weit verbreitete Anwendung.[163] Bei der Verwendung für die Bewertung von Personengesellschaften werden folgende Charakteristika jedoch oft als Hindernisse angesehen:[164]

- starke Orientierung des CAPM am Kapitalmarkt
- mangelnde Diversifikation der Gesellschafter

[162] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 45
[163] Vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler (2009), S. 24ff
[164] Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 308ff.

Demgegenüber stehen Meinungen, dass der Kapitalmarkt immer eine Möglichkeit darstellt.[165] Das CAPM hat in den letzten Jahren durch Empfehlungen in diversen Bewertungsstandards an Popularität gewonnen[166]. Jedoch besteht auch ein Mangel an Alternativmethoden[167]. Aus diesen Gründen kann bei der Bewertung von Personengesellschaften das CAPM nicht außen vor gelassen werden.[168]

4.4.1. Die Ermittlung des Basiszinssatzes

Zweck des Basiszinssatzes ist es, für eine mögliche Anlageform – in unserem Fall die Arztpraxis - den risikolosen wirtschaftlichen Ertrag abzubilden.[169] Als Basiszinssatz ist der risikolose (Nominal-)Zins heranzuziehen. Mit Risikolosigkeit wird auf das Währungs-, Termin- und Ausfallsrisiko abgestellt. In der Praxis werden Anleihen von Staaten herangezogen, da diese sichere Zinsen garantieren.[170] Spätestens seit der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise und der darauf folgenden Staatskrisen einiger Euroländer wurde jedoch bewusst, dass selbst Staatsanleihen unterschiedlicher Länder mit unterschiedlichem Risiko behaftet sind. Drukarczyk/Schüler spezifiziert den Basiszinssatz genauer: es muss sich um „festverzinsliche Wertpapiere erster Bonität“ handeln.[171]

Da Österreich nach wie vor erstklassige Ratings aufweist (AAA von Fitch[172], AA+ von S&P[173] und AAA von Moody‘s[174]), sind österreichische Staatsanleihen ohne

[165] Vgl. Aschauer/Purtscher, S. 91
[166] Vgl. Purtscher (2006), S. 112; Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 91
[167] Vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler (2009), S. 25; Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 91
[168] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 91
[169] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 246
[170] Vgl. Ballwieser (2007), S. 83; Vgl. Moxter (1983), S. 146 f.
[171] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 246
[172] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 27.09.2013
[173] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 25.10.2013
[174] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 13.02.2012

Bedenken heranzuziehen. Mittels dieser Staatsanleihen sind „spot rates“ für beliebige Laufzeiten zu berechnen.

„Spot rates“ sind an den Zweck angepasste Abzinsungsfaktoren.[175] Theoretisch sind „spot rates“ die richtigen Zinsen um sichere Zahlungen oder Sicherheitsäquivalente von Zahlungsverteilungen abzuzinsen. Dargestellt wird die Effektivverzinsung einer Zero-Bond-Anleihe mit einer Laufzeit vom Zeitpunkt 0 bis zum Zeitpunkt t. Zeitpunkt 0 stellt den Bewertungszeitpunkt dar.[176]

Die „spot rate“ kann mittels folgender Verfahren ermittelt werden:[177]

- direkte Bestimmung der Zinsstrukturkurve mit Strips (=separate trading of registered interest and principal securities)
- Schätzung der Zinsstrukturkurve aus kupontragenden Staatsanleihen mittels Svensson-Methode[178]
- Schätzung der Zinsstrukturkurve aus Zinsswaps (=Zinstauschsätzen)

Da Strips zwar echte Zerobonds darstellen, aber als sehr illiquide gelten, sind diese vernachlässigbar. Zinsswaps hingegen sind sehr liquide. Dennoch wird von dieser Methode Abstand genommen, da in diese bereits das Kreditrisiko einkalkuliert ist.[179] Demzufolge ist die Svensson-Methode am besten geeignet, um eine Zinsstrukturkurve für „spot rates“ zu ermitteln.[180]

Die Deutsche Bundesbank führt börsentäglich Ableitungen der „spot rates“ nach der Svensson-Methode für den deutschen Kapitalmarkt durch und bildet daraus eine

[175] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 251
[176] Vgl. Ballwieser (2007), S. 83; Vgl. Reese (2007), S. 7-16; Vgl. Reese/Wiese (2007), S. 40-43
[177] Vgl. Ballwieser (2007), S. 83
[178] Vgl. Svensson (1994): Gesamtwerk
[179] Vgl. Ballwieser (2007), S. 83; Vgl. Reese/Wiese (2007), S. 43
[180] Vgl. Ballwieser (2007), S. 84

Zinsstrukturkurve. Verwendet werden hierzu Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen.[181] [182] Zugänglich sind diese Daten auf der Homepage der Deutschen Bundesbank[183]. Da solche Datenreihen für Österreich nicht existieren, empfiehlt der Fachsenat der österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder auf die Daten der Deutschen Bundesbank zurückzugreifen und stellt die Marktdaten zum jeweiligen Monatsende zur Verfügung. In Tabelle 7 sind auszugsweise die „spot rates" für 1 bis 5 Jahre der vergangenen Quartalsletzten der letzten 2 Jahre ersichtlich.

Datum	Spot rate für 1 Jahr	Spot rate für 2 Jahre	Sport rate für 3 Jahre	Spot rate für 4 Jahre	Spot rate für 5 Jahre
31.12.2011	-0,02%	0,14%	0,36%	0,61%	0,87%
31.03.2012	0,12%	0,22%	0,39%	0,62%	0,86%
30.06.2012	0,03%	0,12%	0,27%	0,47%	0,68%
30.09.3012	-0,04%	0,01%	0,14%	0,32%	0,53%
31.12.2012	-0,04%	-0,04%	0,05%	0,20%	0,39%
31.03.2013	-0,03%	-0,07%	0,00%	0,14%	0,31%
30.06.2013	0,06%	0,17%	0,33%	0,53%	0,74%
30.09.2013	0,07%	0,13%	0,27%	0,46%	0,69%
31.12.2013	0,13%	0,24%	0,44%	0,69%	0,95%

Tabelle 7: Spot rates für 1 bis 5 Jahre der letzten Quartalsabschlüsse
Quelle: KWT (2014): Veröffentlichung der Basiszinssätze iSd Empfehlung vom 18.10.2006, Stand 31.12.2013

Auch im Hinblick darauf, dass die Ratings von Deutschland mit denen von Österreich nahezu ident sind (AAA von Fitch[184], AAA von S&P[185] und AAA von Moody's[186]), wird die Anwendung Deutscher Kapitalmarktdaten als angemessen angesehen.

[181] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 52
[182] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 249
[183] Vgl. Deutsche Bundesbank (2014)
[184] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 07.08.2013
[185] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 12.07.2013

Bei der Ableitung des Basiszinssatzes zum Bewertungsstichtag ist vor allem die Laufzeitäquivalenz zwischen Bewertungs- und Vergleichsobjekt von großer Wichtigkeit.[187] Bei einem Bewertungsobjekt mit begrenzter Lebensdauer – wie hier bei einer Arztpraxis – ist eine Kapitalmarktanlage mit einer der Lebensdauer übereinstimmenden Laufzeit zu wählen. Für diesen Fall ist der jeweils laufzeitspezifische risikolose Zinssatz („spot rate“) heranzuziehen, der aus der Zinsstrukturkurve abzuleiten ist. Die Cashflows sind anschließend mit diesem zu diskontieren.[188, 189]

Der neue Entwurf des Fachgutachtens der österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder steht mit diesen Literaturmeinungen ebenso im Einklang und fordert die Beachtung der Laufzeitäquivalenz.[190]

Aktuelle Entwicklungen zeigen, dass sich in den Jahren 2011 und 2012 sowohl in Österreich als auch in Deutschland negative Realverzinsungen ergaben, die eine Folge von höherer Inflation im Vergleich zu den nominalen Renditen waren.[191] Eine Übernahme dieser niedrigen Basiszinssätze ohne konkreter Auseinandersetzung würde laut der Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ zu falschen Ergebnissen führen.[192] Da der Basiszinssatz immer stichtagsbezogen ist, hat der Ausgleich, hin zur Ermittlung konsistenter Kapitalkosten, über die Risikoprämie zu erfolgen.[193] (Näheres dazu in Kapitel 4.4.2.).

---

[186] Vgl. Börsen Zeitung (2013), Rating per 23.07.2012
[187] Vgl. Drukaczyk/Schüler (2007), S. 248
[188] Vgl. Obermaier (2005), S. 2ff
[189] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 52
[190] Vgl. KFS/BW 1 (2014): TZ 104
[191] Vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram (2012), S. 70f.
[192] Vgl. Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung (2012a)
[193] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 93

4.4.2. Die Ermittlung der Marktrisikoprämie

Die Risikoprämie repräsentiert das höhere Risiko, welches hervorgeht, wenn in die Arztpraxis anstatt in eine risikolose Anlageform investiert wird.[194] Zu unterscheiden ist zwischen dem systematischen und dem unsystematischen Risiko. Beide Risiken können unterschiedlich eliminiert werden.

4.4.2.1. Das systematische Risiko

Systematische Risiken umfassen die Gesamtwirtschaft sowie die politische Situation des Umfeldes der Arztpraxis. Beispiele hierfür sind Steueränderungen, Arbeitsrechtsänderungen, Änderungen der Lohnnebenkosten, Wahlen, Naturkatastrophen, Konjunkturschwankungen, etc. Da diese Risiken nicht im Bereich des Unternehmens begründet sind und somit alle Unternehmen in einer Volkswirtschaft gleichermaßen treffen, werden diese auch als allgemeines (Markt)-Risiko bezeichnet. Eine Streuung dieses Risikos ist nicht möglich.[195]

4.4.2.2. Das unsystematische Risiko

Das unsystematische Risiko umfasst alle ökonomischen Faktoren, die das Unternehmen betreffen. Diese sind z.B. Marktstellung, Konkurrenzfähigkeit, Beschränkungen des Markteintritts, Abhängigkeit von Kunden/Patienten. Aufgrund dieses Risikos erzielen branchengleiche Unternehmen unterschiedliche Renditen. Ein Investor, der in mehrere Unternehmen investiert, kann so sein Risiko streuen und das unsystematische Risiko im besten Fall gänzlich beseitigen. Es bleibt nur das systematische Risiko bestehen. Da bei einer Investition in eine Arztpraxis nicht in mehrere Unternehmen investiert wird, ist in diesem Fall eine Diversifizierung des

[194] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 56
[195] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 56

Risikos nicht möglich und es ist sowohl das systematische als auch das unsystematische Risiko in die Risikoprämie mit einzubeziehen.[196]

4.4.2.3. Die Wahl der Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie repräsentiert den Marktpreis des systematischen Risikos. Diese Prämie muss „bezahlt“ werden, um das zusätzliche Risiko, welches bei einer risikolosen Anlageform nicht besteht, zu kompensieren.[197] Die Marktrisikoprämie soll ein Antrieb für den Arzt sein, anstatt in eine risikolose Veranlagung, in eine risikobehaftete Arztpraxis zu investieren.[198] Gebildet wird die Marktrisikoprämie aus der Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem Zinssatz der risikolosen Anlageform.[199]

Die Schätzung der Marktrisikoprämie unterliegt einigen Unsicherheiten. Beispielsweise würde eine Änderung im Steuersystem, die Dividendenerträge aus Aktien und Zinserträge aus Anleihen unterschiedlich behandelt, die Marktrisikoprämie beeinträchtigen. Solche Änderungen sind jedoch nicht vorhersehbar[200] und daher nicht kalkulierbar.

Eine der aktuellsten Studien in Deutschland über Marktrisikoprämien ist jene von Stehle aus dem Jahr 2004, welche sich auf Daten von 1955 bis 2003 bezieht. Die Marktrisikoprämie nach geometrischem Mittel liegt bei 2,66%, nach arithmetischem Mittel bei 5,46%.[201]

[196] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 57
[197] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 58
[198] Vgl. Ernst/Amann/Großmann/Lump (2012), S. 167
[199] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 58
[200] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 58
[201] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 254

Ebenso existiert eine internationale Studie von Damodaran.[202] Die Daten werden jährlich aktualisiert. Der aktuelle Wert für Österreich per 01.01.2014 ist für das „total equity risk premium (Rating)“ mit 5,00% und für das „total equity risk premium (CDS)“ mit 5,42% angegeben.[203] Bedingt durch das österreichische Rating resultiert eine Marktrisikoprämie von 5,00%. Hingegen ergibt sich bei der Mitberücksichtigung der Country Default Spreads eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,42%.

In Österreich existiert keine entsprechende Studie. Der Fachsenat der KWT hat jedoch - zuletzt am 04.10.2012 aufgrund der Staatschuldenkrise, sowie der negativen Realverzinsungen von Deutschen Bundesanleihen - eine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zwischen 5,50% und 7,00% abgegeben. Diese aktualisierte Vorgabe aus 2012 soll die aktuelle Finanz- und Wirtschaftslage berücksichtigen und die nicht mehr für repräsentativ erachteten Vergangenheitswerte ersetzen.[204]

4.4.3. Die Wahl des Beta-Faktors

4.4.3.1. Allgemeines zum Beta-Faktor

Der Beta-Faktor wird auch als „Schwankungsmaß“ bezeichnet. Er gibt die Veränderungen der Rendite einer Anlageform im Verhältnis zur Veränderung der Marktrendite an.[205]

Das Marktportfolio hat immer einen Beta-Faktor von 1. Hat eine Arztpraxis einen Beta-Faktor von 1, bedeutet dies, dass sich die Rendite der Arztpraxis genauso wie

[202] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 59
[203] Vgl. Damodaran (2014b)
[204] Vgl. Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung (2012b)
[205] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 60

die des Marktes verhält. Bei einem Beta-Faktor größer 1 schwankt die Einzelrendite stärker als der Markt und bei einem Beta-Faktor kleiner 1 ist die Schwankung geringer als jene des Marktes. Je höher die Schwankungsbreite, umso höher ist auch das Risiko für den Investor und desto höher ist die Risikoprämie.[206]

4.4.3.2. Levered / verschuldetes / Equity Beta

Das „levered beta“ repräsentiert das verschuldete Unternehmen und beinhaltet die Finanzierungsstruktur der vergleichbaren Unternehmen. Um den Beta-Faktor vom Kapitalstrukturrisiko „zu befreien“, muss das „unlevered beta“ berechnet werden.[207]

4.4.3.3. Unlevered / unverschuldetes / Asset Beta

Bei ausschließlicher Eigenkapitalfinanzierung wird das „unlevered beta“ herangezogen, da kein Kapitalstrukturrisiko besteht. Das Beta wurde bereits von der Finanzstruktur des Unternehmens befreit. Dieses „unlevered beta“ entspricht dem „operating beta“.[208] Dieses um das Fremdkapital bereinigte Beta wird vom „levered beta“ abgeleitet.[209] Die Prognose der künftigen „operating betas“ ist jedoch sehr schwierig, weshalb in der Praxis auf Vergangenheitswerte zurückgegriffen wird und diese gegebenenfalls angepasst werden.[210]

[206] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 61
[207] Vgl. Aschauer/Purtscher (2011), S. 185
[208] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 61f.
[209] Vgl. Aschauer/Purtscher (2011), S. 185
[210] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 72

4.4.3.4. Relevered Beta

Das Relevered Beta wird aus dem unlevered Beta berechnet, indem dieses an die Finanzierungsstruktur und die für das Unternehmen geltenden Steuern angepasst wird.[211]

4.4.3.5. Total Beta

Bei kleinen Unternehmen, zu welchen auch Arztpraxen zählen, fehlt es häufig an einer adäquaten Risikodiversifikation. Folglich ist der Arzt nicht nur dem systematischen Risiko ausgesetzt, sondern muss das Gesamtrisiko tragen. Vereinzelt wird der „total beta"-Ansatz als eine geeignete Möglichkeit gesehen, die Unterdiversifikation des Arztes zu berücksichtigen.[212,213] Der „total beta"-Ansatz stammt von Damodaran und basiert auf dem Ansatz, dass sowohl das systematische, als auch das unsystematische Risiko beinhaltet sind.[214]

Diese Art von Anpassung wird jedoch bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes aufgrund ihrer methodischen Schwachpunkte verneint.[215] Unter anderem ist neben dem Diversifikationsgrad des bestehenden Eigentümers auch die des künftigen relevant. Diese ist jedoch oft nicht bekannt bzw. würde somit die Bewertung subjektivieren.

Da für die Messung des Diversifikationsgrades von Eigentümern von kleinen und mittleren Unternehmen noch keine generell gebräuchliche Methode existiert, wird bezweifelt, dass der Total-Beta-Ansatz zu „realitätsnäheren" Ergebnissen führt. Aus

[211] Vgl. Aschauer/Purtscher (2011), S. 185
[212] Vgl. Schulz (2009), S. 53
[213] Vgl. Balz/Bordemann (2007), S. 737-743
[214] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1801
[215] Vgl. Ballwieser (2013), S. 118f.

diesen Gründen ist vom Total-Beta-Ansatz Abstand zu nehmen.[216] Weder die IDW hat diesen Ansatz bis dato thematisiert,[217] noch hat die KWT diesen Ansatz im neuen Fachgutachten aus 2014 diskutiert.

Ebenso berücksichtigt der Total-Beta-Ansatz nicht, dass sich das unsystematische Risiko bereits durch die Investition in wenige Aktien reduzieren lässt.[218]

4.4.3.6. Beta-Faktoren börsennotierter Unternehmen für nicht börsennotierte Arztpraxen

Wie bereits erwähnt, ist es besonders problematisch Beta-Faktoren von nicht börsennotierten Unternehmen zu ermitteln.[219] Vor allem bei Personengesellschaften stellt sich aufgrund der fehlenden Börsennotierung die Frage, ob Beta-Faktoren von börsennotierten Unternehmen herangezogen werden können. Aschauer/Purtscher bejahen dies indem sie argumentieren, dass das systematische (nicht diversifizierbare) Risiko für alle Unternehmen Gültigkeit besitzt – egal ob börsennotiert oder nicht. Unsystematische Risiken finden ihre Berücksichtigung im Cash-Flow. Demzufolge können Beta-Faktoren börsennotierter Unternehmen für die Bewertung von Arztpraxen herangezogen werden.[220]

Wird ein Unternehmen nicht an der Börse gehandelt, sind Vergleichswerte anderer Unternehmen aus derselben Branche heranzuziehen bzw. Durchschnittswerte von diesen zu verwenden.[221] Vergleichsdaten der „Peer Group“ werden notwendig.[222] Die

[216] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1802; Vgl. Schulz (2009), S. 122f.
[217] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1803
[218] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1802
[219] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 66
[220] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 95
[221] Vgl. Zimmermann (1997), S. 320-334
[222] Vgl. Freygang (1993), S. 251 ff.

Wahl der Peer Group kann von besonderer Wichtigkeit für die Höhe des Beta-Faktors sein.[223]

4.4.3.7. Die Wahl der Peer Group

Vor allem die Bestimmung einer adäquaten Peer Group ist bei Arztpraxen sehr schwierig, da es keine vergleichbaren börsennotierten Unternehmen gibt, die Arztpraxen ähnlich sind. Auch Branchendaten bzw. Unternehmensdaten anderer Arztpraxen sind der Öffentlichkeit aufgrund der fehlenden Publikationspflicht nicht zugänglich.

Eine Empfehlung der Arbeitsgruppe der KWT diesbezüglich existiert nicht.[224] Im Fachgutachten KFS/BW 1 aus 2014 wird auf vergleichbare Unternehmen verwiesen, wenn der Beta-Faktor nicht quantifizierbar ist. Bei der Auswahl von Vergleichsunternehmen ist auf das Geschäftsrisiko abzustellen.[225] Das Institut Deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW) hat sich dazu jedoch konkreter geäußert: Wenn keine Börsennotierung vorliegt, sind Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen, deren Geschäftsmodell der zu bewertenden Arztpraxis entspricht, heranzuziehen. Wenn keine Unternehmen mit demselben Geschäftsmodell vorhanden sind, können Unternehmen, die dasselbe Wagnis besitzen, gewählt werden. Diese können auch vor- und nachgelagerte Wertschöpfungsstufen sein.[226]

Für Arztpraxen könnten demzufolge nachfolgende Beta-Faktoren herangezogen werden:

[223] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009)
[224] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 96
[225] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 106
[226] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 96

- Branchen-Betas deutscher börsennotierter Unternehmen aus dem Gesundheitsbereich
- Industry-Betas europäischer börsennotierter Unternehmen aus dem Gesundheitssektor

4.4.3.8. Branchen-Betas deutscher börsennotierter Unternehmen

4.4.3.8.1. Studie von Hammer / Lahmann / Schwetzler

In Abbildung 1 sind auszugsweise die Branchen-Betas deutscher börsennotierter Unternehmen auf Basis der verfügbaren Daten per 15.07.2013 ersichtlich.

	1YR Equity beta	R^2	n	Cost of Equity (Based on 1YR Beta)	Debt – Equity Ratio (Market Values)	Asset Beta	Asset Beta Miles Ezzell Debt Beta = 0,4	Net-Debt – Equity Ratio (Market Values)	Operating Asset Beta	Operating Asset Beta Miles Ezzell Debt Beta = 0,4
Automobiles	1,22	0,69	13	8,3%	1,50	0,62	0,74	1,21	0,68	0,79
Banks	1,74	0,61	3	11,1%						
Basic Resources	1,08	0,44	6	7,5%	0,92	0,68	0,77	0,47	0,83	0,88
Chemicals	1,08	0,85	14	7,5%	0,31	0,90	0,94	0,26	0,93	0,96
Construction	1,26	0,57	7	8,5%	0,92	0,79	0,87	0,61	0,90	0,96
Consumer	0,79	0,55	26	5,9%	0,10	0,74	0,75	-0,01	0,79	0,79
Financial Services	0,69	0,60	33	5,3%						
Food & Beverages	0,38	0,07	2	3,7%	0,50	0,29	0,37	0,38	0,31	0,37
Industrial	0,88	0,80	81	6,4%	0,44	0,68	0,74	0,22	0,77	0,80
Insurance	1,18	0,78	4	8,0%						
Media	0,58	0,33	12	4,8%	0,24	0,50	0,54	0,15	0,53	0,55
Pharma & Healthcare	0,48	0,34	34	4,2%	0,36	0,39	0,45	0,27	0,41	0,46
Retail	0,70	0,40	19	5,4%	0,65	0,49	0,58	0,28	0,59	0,63
Software	0,83	0,49	37	6,1%	0,10	0,78	0,80	-0,06	0,86	0,85

Abbildung 1: Branchen-Betas Deutscher börsennotierter Unternehmen
Quelle: Hammer/Lahmann/Schwetzler (2013), S. 354

Im Sektor „Pharma & Healthcare“ ist das „1YR Equity beta“ mit 0,48 (mit einem Bestimmtheitsmaß („R^2“) von 0,34) angegeben. R^2 bedeutet, dass 34% der

Kursbewegungen durch Bewegungen des Marktes erklärt werden können und somit ein systematisches Risiko darstellen. Da Richtwerte hinsichtlich des Mindestmaßes von R^2 fehlen, ist erfahrungsgemäß ab einem Bestimmtheitsmaß von 0,25 der Beta-Faktor als zuverlässig zu betrachten.[227]

Das „Asset Beta“ repräsentiert das um die Kapitalstruktur bereinigte Aktien-Beta eines Unternehmens.[228] Und ist in vorliegendem Fall mit 0,39 angegeben. Wie in Kapitel 4.4.3.4. erläutert, ist das Asset Beta zu „relevern“. Da von einem Fremdkapitalanteil von 0% ausgegangen wird, entspricht das Asset Beta dem „relevered“ Beta und ist für die Bewertung heranzuziehen. Diese Studie wird regelmäßig veröffentlicht und stellt somit eine geeignete Quelle dar.

[227] Vgl. Aschauer/Purtscher (2011), S. 205
[228] Vgl. Universität Zürich (2014)

4.4.3.8.2. Studie von Wollny

Branchenbetas
Dezember 2013

WOLLNY WP
Wirtschaftsprüfung
Unternehmensbewertung
Steuerberatung

DAXsector Prime Standard-Sektoren | Betafaktoren

DAXsector Prime Standard-Sektoren	# Unt.	Beta raw*
DAXsector Automobile	11	1,33
DAXsector Banks	3	1,52
DAXsector Basic Resources	6	1,02
DAXsector Chemicals	12	1,01
DAXsector Construction	5	1,26
DAXsector Consumer	20	0,73
DAXsector Financial Services	32	0,72
DAXsector Food & Beverages	2	0,15
DAXsector Industrial	78	0,90
DAXsector Insurance	3	1,25
DAXsector Media	11	0,55
DAXsector Pharma & Healthcare	31	0,38
DAXsector Retail	18	0,79
DAXsector Software	37	0,81

Abbildung 2: Branchenbetas laut Wollny WP
Quelle: http://www.wollnywp.de/wp-content/uploads/2014/01/Branchenbetas_12-2013_free.pdf, Zugriff: 30.01.2014, 22:00

Wollny WP berechnet monatliche Beta-Faktoren für den deutschen Kapitalmarkt. Ein geringer Teil dieser Daten ist öffentlich zugänglich, der wesentliche Teil ist käuflich zu erwerben. In dieser Arbeit wird ausschließlich auf die frei zugänglichen Daten eingegangen. In Abbildung 2 ist das „raw beta“ der verschiedenen DAX-Sektoren ersichtlich. Das „raw beta“ ist ein Beta, welches noch nicht um die Finanzierungsstruktur bereinigt wurde.[229] Es ist dem verschuldeten Beta-Faktor gleichzusetzen.[230] Das „raw beta“ wird nur auf Basis historischer Daten ermittelt, wobei das „adjusted beta“ künftige Schätzungen mit einbezieht. Demnach ist das

[229] Vgl. Wollny (2014a)
[230] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2010), S. 65

„adjusted beta“ besser für die Bewertung der Arztpraxis geeignet.[231] Weitere detailliertere Werte, wie auch das „adjusted beta“, sind jedoch nur kostenpflichtig erhältlich.[232]

Demnach sind die frei zugänglichen Daten von Wollny WP nicht für die Bewertung von Arztpraxen heranzuziehen und ungeeignet.

4.4.3.8.3. Studie von Dörschell / Franken / Schulte

In dieser Studie werden u.a. für die Branche „Health Care“, bestehend aus 14 Unternehmen des HDAX, die Kapitalkosten zum 30.09.2009 errechnet.

Aufgrund der Auswirkung des Beobachtungszeitraumes auf den Beta-Faktor wurden von Dörschell/Franken/Schulte verschiedene solcher Zeiträume unterstellt.[233] Die Ergebnisse für den einjährigen Beobachtungszeitraum der Branche „Health Care“ sind nachfolgend ersichtlich:

Erhebungszeitraum	30.09.2009 - 30.09.2008	31.12.2008 - 31.12.2007	31.12.2007 - 31.12.2006	31.12.2006 - 31.12.2005	31.12.2005 - 31.12.2004
Unlevered Beta	0,57	0,65	0,81	0,89	0,82

Tabelle 8: Unlevered Beta für Branche "Health Care": einjähriger Beobachtungszeitraum
Quelle: Dörschell/Franken/Schulte (2010), S. 153

[231] Vgl. Radinger/Heinze (2011), S. 51
[232] Vgl. Wollny (2014b)
[233] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2010), S. 61

Die Ergebnisse für den zweijährigen Beobachtungszeitraum zeigen folgende Ergebnisse:

Erhebungszeitraum	30.09.2009 - 31.12.2007	31.12.2008 - 31.12.2006
Unlevered Beta	0,59	0,68

Tabelle 9: Unlevered Beta für die Branche "Health Care": zweijähriger Beobachtungszeitraum
Quelle: Dörschell/Franken/Schulte (2010), S. 153

Die Ergebnisse für den fünfjährigen Beobachtungszeitraum zeigen folgende Ergebnisse:

Erhebungszeitraum	30.09.2009 - 31.12.2004	31.12.2008 - 31.12.2003
Unlevered Beta	0,65	0,72

Tabelle 10: Unlevered Beta für die Branchen "Health Care": fünfjähriger Beobachtungszeitraum
Quelle: Dörschell/Franken/Schulte (2010), S. 153

Aus den Tabellen 8-10 ergibt sich die Schlussfolgerung: umso weiter der Beobachtungszeitraum in der Vergangenheit liegt, desto höher ist der Beta-Faktor.

In der Praxis wird oft ein mindestens zweijähriger Beobachtungszeitraum gewählt. Demnach stehen Beta-Faktoren von 0,59 und 0,68 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) sowie 0,65 und 0,72 (fünfjähriger Beobachtungszeitraum) zur Auswahl. Um falsche Einschätzungen zu vermeiden, können diese Werte nicht „unreflektiert“ übernommen werden, sondern müssen einer genauen Prüfung – im Hinblick auf die Unternehmensbesonderheiten und den Zeitpunkt der Bewertung –

unterzogen werden.[234] Die Daten dieser Studie sind käuflich zu erwerben und werden auch laufend aktualisiert. Aufgrund dessen erscheint diese Studie eine geeignete Quelle zu sein.

4.4.3.9. Industry-Betas europäischer börsennotierter Unternehmen

Damodaran veröffentlicht jährlich Branchen-Betas europäischer börsennotierter Unternehmen. In Abbildung 3 sind diese Branchen-Betas per 05.01.2014 enthalten, woraus die jeweiligen Beta-Faktoren berechnet werden.

Date updated:	**05.Jän.14**		**Aswath Damodaran**				
			http://www.damodaran.com				
Industry Name	*Number of firms*	*Beta*	*D/E Ratio*	*Tax rate*	*Unlevered beta*	*Cash/Firm value*	*Unlevered beta corrected for cash*
Diversified	20	0,77	94,47%	12,60%	0,42	2,27%	0,43
Educational Services	40	1,24	39,03%	11,84%	0,92	11,98%	1,04
Electrical Equipment	135	1,14	13,74%	7,49%	1,01	5,37%	1,07
Electronics	191	1,02	16,01%	7,52%	0,89	10,69%	1,00
Electronics (Consumer & Office)	26	1,37	40,30%	8,97%	1,00	6,97%	1,08
Engineering	56	1,20	22,72%	14,86%	1,01	11,21%	1,13
Entertainment	85	1,19	25,98%	4,85%	0,95	4,05%	0,99
Environmental & Waste Services	108	1,13	43,59%	5,02%	0,80	1,42%	0,81
Farming/Agriculture	29	0,79	41,12%	9,01%	0,58	7,63%	0,63
Financial Svcs.	76	0,99	102,12%	18,37%	0,54	7,22%	0,58
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	17	1,05	331,47%	9,77%	0,26	7,85%	0,29
Food Processing	97	0,85	27,92%	14,00%	0,69	3,10%	0,71
Food Wholesalers	18	1,18	16,79%	10,69%	1,02	1,71%	1,04
Furn/Home Furnishings	36	1,24	27,66%	10,03%	0,99	3,88%	1,03
Healthcare Equipment	193	0,85	17,26%	5,80%	0,73	5,20%	0,77
Healthcare Facilities	47	1,13	120,90%	13,49%	0,55	1,22%	0,56
Healthcare Products	58	1,00	19,80%	8,76%	0,85	4,28%	0,89
Healthcare Services	126	0,83	27,93%	13,77%	0,67	6,54%	0,72
Heathcare Information and Technology	125	0,99	14,52%	6,09%	0,87	4,88%	0,92
Heavy Construction	46	1,67	56,30%	19,40%	1,15	5,54%	1,22
Homebuilding	32	1,71	56,61%	6,68%	1,12	9,15%	1,23
Hotel/Gaming	89	1,27	52,33%	10,48%	0,87	3,84%	0,90
Household Products	139	1,00	19,33%	9,51%	0,86	3,52%	0,89

Abbildung 3: Industry-Beta
Quelle: Damodaran (2014c)

Für Arztpraxen könnten aus Sicht des Autors die Daten der Branche „Healthcare Services“ herangezogen werden. 126 europäische Unternehmen sind darin enthalten.

[234] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 156

Demnach ergeben sich für den Bereich “Healthcare Services” folgende relevante Größen:

Beta	**Unlevered beta**	**Unlevered beta corrected for cash**
0,83	0,67	0,72

Der Beta-Faktor wurde durch eine wöchentliche Regression der Aktie gegen den lokalen Index berechnet. Herangezogen wurden die Daten der letzten 5 Jahre.[235] Die Wahl dieses langen Zeitraumes ist einerseits positiv zu beurteilen, da die Werte dadurch eine größere Aussagekraft erhalten und an Stabilität gewinnen. Andererseits ist zu beachten, dass vergangene Einflüsse möglicherweise keinerlei Relevanz in der Zukunft besitzen. Unter diesem Aspekt ist ein kürzerer Zeitraum gegenüber einem längeren zu bevorzugen.[236]

Für die Berechnung des „unlevered Beta“ von 0,67 wurde ein Steuersatz von 13,77%, sowie eine Debt-Equity-Ratio von ca. 28% zugrunde gelegt. Er berechnet sich wie folgt:

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Beta} / (1 + (1 - \text{tax rate})\ (\text{Debt/Equity Ratio}))$$[237]

Das „Unlevered Beta corrected for cash“ beinhaltet das operative Vermögen und den Cash-Bestand des Unternehmens. Die Berechnung lautet wie folgt:[238]

$$\text{Unlevered Beta adjusted for cash} = \text{Unlevered Beta} / (1 - \text{Cash / Firm Value})$$

[235] Vgl. Damodaran (2014a)
[236] Vgl. Radinger/Heinze (2011), S. 50
[237] Vgl. Damodaran (2014a)
[238] Vgl. Damodaran (2014a)

Wird die Arztpraxis ausschließlich durch Eigenkapital finanziert, kann das „unlevered beta“ mit 0,67 herangezogen werden.

Zu beachten ist jedenfalls, dass es bei der Wahl des Beta-Faktors unabdingbar ist, den Wert und die dahinter liegenden Informationen und Annahmen (Zeitintervall, Index, etc.) kritisch zu hinterfragen.[239]

Die Studie von Damodaran wird regelmäßig jährlich aktualisiert und ist daher als mögliche Quelle heranzuziehen.

4.4.4. Der Einbezug von Steuern im Diskontierungsfaktor

4.4.4.1. Unternehmenssteuern

Bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen existieren keine Unternehmenssteuern. Personengesellschaften sind demnach steuerlich als transparent zu betrachten, d.h. die Steuerlast trät nicht die Gesellschaft, sondern die jeweiligen beteiligten Personen (im Fall der Arztpraxis die beteiligten Ärzte). Auch das Einzelunternehmen selbst wird nicht besteuert. Die Besteuerung findet auf Ebene des die Einzelpraxis führenden Arztes statt.

[239] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 66

4.4.4.2. Persönliche Steuern

Für natürliche Personen, die Einkünfte aus selbständiger Arbeit erzielen - unter welche auch selbständige Ärzte einzureihen sind - gilt der progressive Einkommensteuertarif von 0% bis 50%. Bei Kapitalgesellschaften hingegen findet ein linearer Körperschaftsteuersatz von 25% Anwendung. Erfolgt eine Ausschüttung der Gesellschaft an Ihre Gesellschafter, fällt die Kapitalertragsteuer in Höhe von 25% auf den Ausschüttungsbetrag an.

4.4.4.3. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Gemäß CAPM bestehen die Eigenkapitalkosten aus dem Basiszinssatz und einem individuellen Risikozuschlag. Die Eigenkapitalkosten bestimmen sich laut CAPM wie folgt:[240]

$$r_{EK} = r_f + \beta \ (E(r_m) - r_f)$$

r_{EK} = Eigenkapitalkosten β = Betafaktor

r_f = risikoloser Zinssatz $E(r_m)$ ...artete Rendite des Marktportfolios

Der freie Kapitalmarkt ist u.a. durch die Eigenschaft zu charakterisieren, dass keine Steuern anfallen.[241] Ein Wirtschaftssystem mit Steuern steht also im Gegensatz zu den Bedingungen eines vollkommenen Kapitalmarkts.[242] Vor allem die Nichtberücksichtigung von Transaktionskosten und Steuern entspricht nicht der Realität und ist zu kritisieren.[243]

[240] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 19
[241] Vgl. Gröger (2009), S. 33
[242] Vgl. Gröger (2009), S. 43
[243] Vgl. Metz (2007), S. 202f.

4.4.4.4. Das Tax-CAPM

Da das in der Unternehmensbewertung zur Berechnung des Diskontierungszinssatzes weit verbreitete Capital Asset Pricing Model (CAPM) keine Steuern berücksichtigt, wird diese Lücke mithilfe des Tax-CAPM geschlossen.[244]

Brennan entwickelte 1970 dieses abgewandelte CAPM (damals unter Berücksichtigung der US-amerikanischen Einkommensteuer).[245]

Die Berechnungsformel gemäß Brennan lautet wie folgt:

$$r_j^{nSt} = r_f(1 - ESt) + \beta_j(r_m^{nSt} - r_f\ (1 - ESt))$$

r_j^{nSt}= Alternativrendite der Vergleichsinvestition j nach Steuern

r_f = risikoloser Zinssatz

ESt = typisierter Einkommensteuersatz

β_j = Betafaktor

r_m^{nSt}= Rendite des Marktportfolios nach Steuern

Anzumerken ist, dass der Betafaktor des Tax-CAPM gegenüber dem des Standard-CAPM nicht modifiziert wird, d.h. persönliche Steuern haben keine Auswirkung auf den Betafaktor. [246]

Um eine Äquivalenz zwischen Cashflows und Diskontierungsfaktor herbeizuführen, ist es laut Fachgutachten aus 2006 (gültig bis mindestens[247] 26.03.2014) notwendig, dass die Steuern neben dem Cash-Flow auch im Kapitalisierungsfaktor

[244] Vgl. Dausend/Schmitt (2006), S. 154
[245] Vgl. Dausend/Schmitt (2006), S. 154; Brennan (1970): Gesamtwerk
[246] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 32
[247] Das Fachgutachten wurde am 26.03.2014 genehmigt und ist für Bewertungen ab 01.07.2014 verpflichtend anwendbar. Eine frühere Anwendung ist zulässig.

einzubeziehen sind.[248] Dieser Hinweis findet sich im nun geltenden Fachgutachten nicht mehr.[249] Die auf Basis des CAPM berechneten Renditen und Risikozuschläge sind nach Körperschaftsteuer, aber vor persönlicher Einkommensteuer angegeben[250].

Der deutsche Bewertungsstandard (IDW S1 2008) legt fest, dass Personengesellschaften bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen so zu bewerten sind, dass die persönlichen Steuern berücksichtigt werden.[251] Das österreichische Fachgutachten besagt, dass bei natürlichen Personen die geldmäßigen Überschüsse nach Einkommensteuer mit der Alternativrendite nach persönlichen Ertragsteuern zu diskontieren sind. Bei der Umrechnung der Vor-Steuer-Renditen in Nach-Steuer-Renditen ist zu beachten, dass Dividenden der persönlichen Besteuerung unterliegen und Kursgewinne grundsätzlich steuerfrei behandelt werden können.[252] Letzteres ist seit der Einführung der KESt NEU in 2012 jedoch „mit Vorsicht zu genießen".

4.4.4.5. Vernachlässigung der KESt

Werden die Cash-flows nur um die „fiktive KÖSt" vermindert und wird eine „fiktive KESt" außer Ansatz gelassen, ist im Diskontierungsfaktor jedenfalls darauf zu achten, dass keine KESt abgezogen wird. Auch sind die Marktrisikoprämien vor Steuern anzuführen.[253]

[248] Vgl. KFS BW 1 (2006), TZ 78
[249] Vgl. Gegenüberstellung KFS/BW 1 (2013), S. 35
[250] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 84
[251] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 30; IDW S1 2008, TZ 47
[252] Vgl. KFS/BW 1 (2014), RZ 83 ff.
[253] Vgl. Rabel (2014)

4.4.4.6. Relevanz des Stichtages der Steuerrechtslage

Da im Bewertungszeitraum ein anderer Steuersatz gültig sein kann als zum Bewertungsstichtag, stellt sich die Frage, welcher von beiden zur Anwendung kommt. In Zusammenhang mit Gesetzesänderungen hinsichtlich des Steuersatzes ist die steuerliche Belastung zu beachten, die am Bewertungsstichtag gilt.[254]

4.4.5. Die Berücksichtigung des Insolvenzrisikos im Diskontierungsfaktor

Während in der Vergangenheit auf Insolvenzrisiken keine Rücksicht genommen wurde, sind diese spätestens seit der Finanz- und Wirtschaftskrise (beginnend in 2008) ein Thema[255] und wurden vor allem von Gleißner thematisiert, sowie Vorschläge zur Berücksichtigung dieser dargelegt.[256]

Bei der Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten treten folgende Fragen auf:[257]

- Für welche Bewertungsobjekte ist die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten notwendig?
- Wo sind diese Risiken zu berücksichtigen? In den Cash-Flows oder im Diskontierungsfaktor?

Es besteht die Hypothese, dass kleinere (nicht börsennotierte) Unternehmen durchschnittlich höher insolvenzgefährdet sind als größere (börsennotierte) Unternehmen.[258]

[254] Vgl. Peemöller (2012), S. 33
[255] Vgl. Gleißner (2010), S. 735
[256] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 100
[257] Vgl. Knoll/Tartler (2011) und dort adressierte Quellen

Insolvenzwahrscheinlichkeiten können aus einem Rating der Arztpraxis herbeigeführt werden. Ein solches Rating ist schwer zugänglich und, wenn überhaupt vorhanden, dann von einem die Arztpraxis betreuenden Finanzdienstleister zu erhalten. Solche Ausfallswahrscheinlichkeiten können aber auch von vergleichbaren Unternehmen bei speziellen Institutionen – z.B. dem Kreditschutzverband (KSV) – erhoben werden.[259]

Wenn die Ausfallswahrscheinlichkeit erhoben wurde, stellt sich die Frage nach der Art und Weise der Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Bewertung.

Gleißner/Ihlau erläutern die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten für nicht börsennotierte Unternehmen und KMU wie folgt:

Risikoerfassung erwartungstreuer Planwerte und Berücksichtigung einer negativen Wachstumsrate[260]

In einem ersten Schritt sollen Erwartungswerte auf Basis der Planwerte, ergänzt durch Szenarien, ermittelt werden. In weiterer Folge ist eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung heranzuziehen. Im vereinfachten Fall sind der geringste, der wahrscheinlichste und der maximale Planwert festzulegen. Weiters sind die Planwerte mit einer negativen Wachstumsrate (abhängig vom Rating) in der ewigen Rente zu versehen.[261]

Der Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V. hat zur Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten eine Empfehlung

[258] Vgl. Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V. (2011), S. 12
[259] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 101
[260] Vgl. Gleißner/Ihlau (2012), S. 312f
[261] Vgl. Gleißner/Ihlau (2012), S. 313

abgegeben: Bei Unternehmen mit Ratings im oberen Bereich (Speculative Grade) ist die Ausfallswahrscheinlichkeit in der Phase der ewigen Rente zu berücksichtigen. Bei Arztpraxen mit Ratings im unteren (negativen) Bereich des Speculative Grade, sind Insolvenzrisiken im Erwartungswert, d.h. in den Cash-Flows, abzubilden.[262]

Knabe hingegen fordert bereits eine Berücksichtigung der Ausfallswahrscheinlichkeit in der Detailplanungsphase auch bei Arztpraxen, die einen „Investment-Grade" aufweisen.[263]

Kruschwitz/Lodowicks/Löffler hingegen sehen die Berücksichtigung einer Insolvenzwahrscheinlichkeit eher skeptisch bzw. überflüssig. Dies deshalb, da die Cash-Flows unabhängig von einer möglichen Insolvenz zufließen, ein Schuldenerlass im Insolvenzfall voll zu versteuern ist und derselbe Informationsstand zwischen Eigenkapitalgebern (hier dem Arzt/den Ärzten) und Fremdkapitalgebern (hier der Bank/den Banken) besteht.[264]

Da bei der Bewertung von Arztpraxen nicht von einer unendlichen Lebensdauer ausgegangen und somit bereits von einer Begrenzung des Bestehens ausgegangen wird, ist auch keine ewige Rente (oder Terminal Value) anzusetzen. Demzufolge ist bei der Bewertung von Arztpraxen kein zusätzlicher Faktor für eine mögliche Insolvenz im Zinssatz zu berücksichtigen, wenn sich das Rating der Arztpraxis im „Speculative Grade" befindet.

[262] Vgl. Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e. V. (2011), S. 12ff
[263] Vgl. Knabe (2012), S. 85f
[264] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 101; Vgl. Kruschwitz/Lodowicks/Löffler (2005), S. 221 ff.

4.4.6. Weitere Risikozu- und -abschläge im Diskontierungsfaktor

Aufgrund der Tatsache, dass die Risikoprämie nur das systematische Risiko enthält, Investoren in Arztpraxen jedoch nicht die Diversifikationsmöglichkeiten haben wie Investoren auf dem freien Kapitalmarkt, erscheint die alleinige Berücksichtigung des systematischen Risikos zu gering. Es stellt sich daher die Frage, inwiefern zusätzlich Teile des unsystematischen Risikos mit einbezogen werden sollen. Zu beachten ist jedenfalls, dass es zu keiner Doppelerfassung des Risikos im Zähler (Minderung der Cashflows) und im Nenner (Erhöhung des Diskontierungsfaktors) kommen darf.[265]

4.4.6.1. Zuschlag für die fehlende Fungibilität/Liquidität/Mobilität der Arztpraxis

Investoren von börsennotierten Unternehmen können ihre Investments schnell und ohne hohe Transaktionskosten wieder in liquide Mittel umwandeln. Dies ist bei nicht börsennotierten Unternehmen nicht der Fall.[266] Der Arzt muss zuerst einen geeigneten „Marktplatz“ und dann einen geeigneten Käufer für seine Arztpraxis ausfindig machen. Dies kann durchaus mehrere Monate oder Jahre in Anspruch nehmen. Der Verkauf, der sich über einen längeren Zeitraum erstrecken kann, vermag durchaus hohe Übertragungskosten, wie Rechtsanwaltskosten, Notariatskosten, Steuerberatungskosten, Unternehmensbewertungskosten, etc., verursachen. Zusätzlich wird durch die schwerfälligere Veräußerung einer Arztpraxis gegenüber einer Alternativanlage in Wertpapiere das Äquivalenzprinzip verletzt.[267] Um diese Ungleichheit beheben zu können, bestehen Forderungen nach einem

[265] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 73f
[266] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 74
[267] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 257 f.

entsprechenden Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz[268], welcher das zusätzliche Risiko erfassen soll.[269]

Maßgeblich für den Ansatz eines Fungibilitäts-/Liquiditäts-/Mobilitätszuschlages ist die (Wieder-)veräußerbarkeit einer Arztpraxis. Soll die Arztpraxis gehalten und nicht verkauft werden, ist die Frage des Fungibilitätszuschlages ohnehin obsolet. Auch bei einer möglichen Perspektive zum (Weiter-)verkauf gilt ein solcher Zuschlag laut *Ballwieser* als nicht gerechtfertigt.[270]

Grundsätzlich kann ein pauschaler Abschlag laut *Dodel* nicht nachvollzogen werden und er gilt für ihn als willkürlich und nicht gerechtfertigt.[271]

Auch im neuen Fachgutachtens KFS/BW 1 aus 2014 wurde der entsprechende Passus, einen solchen Abschlag vorzunehmen, aus dem alten Fachgutachten gestrichen. Demnach geht die Meinung des Arbeitskreises in diese Richtung und mit In-Kraft-Treten des neuen Fachgutachtens wird auch die entsprechende Empfehlung vom 27.11.2007 hinfällig.[272] Auch das IDW spricht sich in ihren kürzlich veröffentlichten Praxishinweisen gegen die Berücksichtigung von Liquiditätsabschlägen (des gesamten Unternehmenswertes) bzw. Liquiditätszuschlägen (im Kapitalisierungszinssatz) aus.[273]

[268] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 258
[269] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 74
[270] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 258
[271] Vgl. Dörschell/Franken/Schulte (2009), S. 259
[272] Vgl. Enzinger (2013), S. 15
[273] Vgl. König/Möller (2014), S. 987 f.

4.4.6.2. Zuschlag für die persönliche Haftung des Arztes

Die Haftung des Arztes ergibt sich aus der Rechtsform, in welcher die Arztpraxis betrieben wird. Die persönliche Haftung von Ärzten kann mit ein Grund sein, warum der Diskontsatz um einen weiteren Zuschlag ergänzt wird. Die Rechtfertigung von solch einem Abschlag ist jedoch umstritten.[274] Im Fachgutachten KFS/BW 1 findet sich kein Hinweis zu einem solchen Zuschlag.

4.4.6.3. Mehrheitsabschlag

Folgende Überlegungen sollen für die Bewertung von Arztpraxen untersucht werden: Investoren in Mehrheitsbeteiligungen zahlen für den mehrheitlichen Anteil einen höheren Preis als der anteilige Wert der Arztpraxis betragen würde. Demnach sind die Cashflows mit einem Zuschlag zu erhöhen bzw. ist die Risikoprämie zu vermindern, sodass in Summe ein höherer Wert entsteht.[275]

Problematisch ist, dass sich vorhandene Studien nur auf Börsentransaktionen beziehen und daher nicht unmittelbar auf Arztpraxen umgelegt werden können. Demzufolge ist ein Mehrheitsabschlag für Arztpraxen zu verneinen.

4.4.6.4. Zuschlag für die „Kleinheit“ der Praxis

Für kleinere Unternehmen wurden auf dem amerikanischen Kapitalmarkt höhere Renditen als für größere Unternehmen beobachtet. Demzufolge liegt der Schluss nahe, dass für kleinere Unternehmen der Diskontierungsfaktor um eine Size-Prämie zur Marktrisikoprämie erweitert werden sollte. Diese Prämie soll das riskantere

[274] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 80
[275] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 80

Investment abbilden, welches bei der Wertanlage in ein kleineres und risikobehafteteres Unternehmen, eingegangen wird.[276]

Da weder hypothetische Rechtfertigungen dieses Size-Effektes vorliegen, noch additive Zuschläge zum – auf dem CAPM basierenden – Risikoaufschlag zu verantworten sind, gilt dieser Zuschlag lediglich als „empirischer Ansatz".[277] Und dies, obwohl in empirischen Untersuchungen in Österreich und Deutschland die Existenz dieses Effektes nicht nachgewiesen werden konnte. [278] In Deutschland wird dieser Zuschlag demnach abgelehnt.[279] In Österreich wird dieser noch diskutiert.[280]

4.5. Die Berücksichtigung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen und investitionsbegünstigten Wertpapieren

4.5.1. Allgemeines

Vermögenswerte, die anderweitig verwertet werden können, ohne das objektive Unternehmensgeschäft zu beeinflussen, sind dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen.[281] Dieses Vermögen kann verkauft werden, ohne den laufenden Betrieb der Arztpraxis zu beeinflussen.[282] Hierbei kann es sich um Immobilien, Grundstücke, Kunstgegenstände, etc. handeln. Ebenso können überschüssige Geldbestände nicht betriebsnotwendiges Vermögen darstellen.[283]

[276] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 97
[277] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 98; Vgl. Ballwieser (2011), S. 112 ff.
[278] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 98
[279] Vgl. Zwirner (2013a), S. 1803
[280] Vgl. Aschauer/Purtscher (2013), S. 98
[281] Vgl. Aschauer/Purtscher (2011), S. 215
[282] Vgl. Löffler (2009), S. 404
[283] Vgl. Ihlau et. al (2013), S. 73

4.5.2. Wertansatz

Wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen in die Bewertung mit einbezogen, ist dessen Liquidationswert dem Barwert der ermittelten Cashflows hinzuzurechnen.[284] Es wird zum Ertragswert ein Substanzwert addiert.

Somit setzt sich der Praxiswert im Rahmen des modifizierten Ertragswertverfahrens aus dem Substanzwert (des nicht betriebsnotwendigen Vermögens[285]) und dem ideellen Wert (Summe der diskontierten Cashflows[286]) zusammen.[287]

4.5.3. Spezialfall: Begünstigte Wertpapiere

Grundsätzlich ist zu untersuchen, ob für Zwecke des investitionsbegünstigten Gewinnfreibetrages angeschaffte Wertpapiere mit übertragen werden (müssen), oder diese im Privateigentum des übergebenden/einbringenden Arztes bleiben bzw. in das Privatvermögen übergehen.

Investitionen in Wertpapiere zur Geltendmachung des investitionsbegünstigten Gewinnfreibetrages stellen Mittelverwendung von betrieblichem Vermögen dar, fließen aber zumeist nach der gesetzlichen Frist von 4 Jahren inkl. „Früchte“ wieder der Arztpraxis zu.

Wenn der Kauf der Wertpapiere nun am Ende des Jahres 1 als Investition Cashflow-mindernd angesetzt wird, ist am Ende des Jahres 5 eine Desinvestition dieser Wertpapiere anzusetzen. Wenn jedoch der gesamte Bewertungszeitraum der

[284] Vgl. Hötten (2013), Anhang, S. 1
[285] Anm. Autor
[286] Anm. Autor
[287] Vgl. Cramer (2009), S. 717

Arztpraxis nur 5 Jahre beträgt, würden die Investitionen in Wertpapiere vom 2. bis 5. Jahr Cashflow-mindernd angesetzt werden. Diesem würde schließlich kein Zufluss mehr gegenüberstehen. Um diesen falsche Ansatz zu korrigieren, sind am Ende des Planungszeitraumes die Barwerte dieser Wertpapiere zusätzlich anzusetzen und auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

Wertpapiere stellen keine abnutzbaren Wirtschaftsgüter dar, was natürlich in der Bewertung Berücksichtigung finden muss. Da nach dem Bewertungszeitraum planmäßig keine Liquidation der Arztpraxis vorgenommen wird, kann entweder die Investition (und Desinvestition) in Wertpapiere Cashflow-mäßig außer Acht gelassen oder aber beide Vorgänge im Cashflow abgebildet werden.

Sind die Wertpapierkäufe in der Bewertung als Investition abgebildet, muss im letzten Bewertungsjahr - der Richtigkeit halber - zumindest der Barwert der aktuell bestehenden Wertpapiere als Substanzwert zu den diskontierten Cashflows aus dem Bewertungszeitraum addiert werden.

4.6. Die Bewertung von betriebsnotwendigem Vermögen

Betriebsnotwendiges Vermögen spiegelt Vermögenswerte wieder, die für den Betrieb der Arztpraxis notwendig sind. Dies können u.a. sein:

- Praxisausstattung
- medizinische Geräte
- Kassen-/Bankbestand

Zu untersuchen ist, wie diese Vermögensgegenstände zu behandeln sind. Grundsätzlich sind bei der Ertragswertmethode die diskontierten Cashflows nicht

durch einen Substanzwert zu erweitern. Bei der modifizierten Ertragswertmethode ist diese Aussage jedoch unter Einbeziehung folgender Überlegungen zu betrachten: der Planungszeitraum beträgt einige (wenige) Jahre, wobei bei der Ertragswertmethode grundsätzlich eine ewige Rente zum Ansatz kommt. Dies bedeutet, dass bei der Bewertung von Arztpraxen ist die Annahme gerechtfertigt erscheint, dass die Vermögensgegenstände nach dem Ende des Planungszeitraumes noch einen Wert besitzen und ggf. auch um diesen weiterveräußert werden könnten. Demzufolge wäre der mögliche Veräußerungswert zu diesem Zeitpunkt zu schätzen und abzuzinsen.

Ein anderer Ansatz besteht darin, dass ein neu übernehmender Arzt für eine neu zu errichtende Arztpraxis liquide Mittel aufwenden müsste, die er sich mit dem Erwerb der bestehenden Arztpraxis ersparen würde.

Demzufolge vertritt Merk die Auffassung, dass der Wiederbeschaffungswert der Praxisausstattung nach Ablauf des Planungszeitraumes dem Ertragswert hinzuzurechnen ist, da ein Übernehmer die Ordinationseinrichtung – sofern sie nicht mitübernommen wird - anderweitig beschaffen müsste. Diese ersparten Ausgaben sind mit dem Gebrauchswert anzusetzen und als Substanzwert dem Barwert der Cashflows hinzuzurechnen.[288]

[288] Vgl. Merk (2010), S. 372

5. Die Bewertung der Arztpraxis anhand von Multiplikatoren

5.1. Zweck und Anwendungsgebiete von Multiplikatoren

Multiplikatoren dienen zur Ermittlung eines möglichen Marktpreises bzw. zur Überprüfung, ob ein angebotener Kaufpreis den branchenüblichen Marktgegebenheiten entspricht.[289]

Die drei wesentlichen Anwendungsgebiete von Multiplikatoren sind:[290]

- Plausibilisierung von Unternehmenswerten, die mittels anderer Unternehmensbewertungsmethoden ermittelt wurden.
- Vergleich der Arztpraxis mit statistischen Werten anderer Arztpraxen (durch Gegenüberstellung der Multiplikatoren).
- Schnelle Wertung der Arztpraxis durch Multiplikatoren anderer Vergleichsunternehmen.

Bei der vereinfachten Multiplikatormethode werden grundsätzlich branchenrelevante Multiplikatoren angewandt. Diese hängen von unterschiedlichen Richtgrößen ab. Weit verbreitet sind Gewinn-, Cashflow- und Umsatzmultiplikatoren, die sich an Zahlen des Rechnungswesens orientieren.[291]

[289] Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S. 473
[290] Vgl. Ernst/Schneider/Thielen (2012), S. 189
[291] Vgl. Mandl/Rabel (1997), S. 265/266

5.2. Anwendung von Multiplikatoren gemäß Fachgutachten KFS/BW 1 (2006 und 2014)

Bereits im Fachgutachten aus 2006 vertreten die Experten der KWT die Meinung, dass das Multiplikatorverfahren eine Unternehmensbewertung nicht ersetzen kann. Das Verfahren ist lediglich für Plausibilitätszwecke heranzuziehen.[292] Im seit März 2014 gültigen Fachgutachten wird die Multiplikatormethode zwar aufgewertet, keinesfalls ist diese jedoch als eigenständiges Verfahren anerkannt. Heranzuziehen sind neben Börse-, Marktpreis- oder Transaktionsmultiplikatoren u.a. auch Vergleichswerte von branchengleichen bzw. branchenverwandten Unternehmen.[293]

5.3. Branchenorientierte Preisfindungsmethoden

Während vonseiten der Österreichischen Ärztekammer bisher keinerlei Anhaltspunkte für die Ermittlung eines Praxiswertes veröffentlicht wurden, hat hingegen die Deutsche Bundesärztekammer 1987 eine entsprechende Richtlinie erstellt, die verpflichtenden Charakter hat. Dieses verpflichtende Dokument wurde 2008 überarbeitet und stellt seither optional anwendbare Hinweise dar.

5.3.1. Leitlinien der deutschen Bundesärztekammer

5.3.1.1. Richtlinie aus 1987 der Deutschen Bundesärztekammer als Basis für die vereinfachte Multiplikatormethode

Die Richtlinie der Deutschen Bundesärztekammer aus 1987 berechnet den Wert einer Arztpraxis auf Grundlage der letzten drei Jahresumsätze. Der Durchschnitt dieser, gekürzt um einen kalkulatorischen Arztlohn, bildet den sogenannten

[292] Vgl. KFS/BW 1 (2006), TZ 113 f.
[293] Vgl. KFS/BW 1 (2014), TZ 131

„Basiswert“. Dieser „Basiswert“ ist in weiterer Folge um einige Kürzungen anzupassen. Diese sind z.B. das Alter des die Praxis abgebenden Arztes, die Lage der Praxis, Patientenstamm/-struktur, usw.[294] Da über die Höhe und Art der Anpassungen keine weitere Erläuterung seitens der Bundesärztekammer erfolgt und die gesamte Bewertungsmethode die komplexe Materie doch sehr vereinfacht darstellt, ist dieses Verfahren nicht geeignet, um den Unternehmenswert verlässlich zu ermitteln[295] (vor allem deshalb, da Vergangenheitswerte kein Indikator für die Zukunft sein können und künftige Entwicklungen nicht erkennen lassen[296]). Dennoch kann diese Methode als „Daumenregel“ herangezogen werden, um eine erste Schätzung des möglichen Unternehmenswertes zu erhalten und eignet sich daher sehr gut als vereinfachte Multiplikatormethode.

5.3.1.2. Hinweise aus 2008 der Deutschen Bundesärztekammer als Basis für die vereinfachte Multiplikatormethode

In den „Hinweisen zur Bewertung von Arztpraxen“ wird der ideelle Wert der Arztpraxis mithilfe von in der Zukunft erzielbaren Erträgen ermittelt. Der übertragbare Gewinn ist um ein alternatives Arztgehalt zu kürzen und die Saldogröße „nachhaltig erzielbarer Gewinn“ wird mit einem Prognosemultiplikator vermehrt. Das Ergebnis ist der ideelle Wert der Arztpraxis.[297]

Das Berechnungsschema lautet wie folgt:[298]

übertragbarer Umsatz
- übertragbare Kosten

[294] Deutsche Bundesärztekammer (1987), A-926 ff.
[295] Vgl. Merk (2007), S. 454
[296] Vgl. Boos (2005), S. 204
[297] Vgl. Cramer (2009), S. 716 f.
[298] Vgl. Schmid-Domin (2012) in Anlehnung an Deutsche Bundesärztekammer (2008), S. 2

= übertragbarer Gewinn
- alternatives Arztgehalt
= nachhaltig erzielbarer Gewinn
x Prognosemultiplikator
= ideeller Wert (Goodwill)
+ materieller Wert
= Gesamtwert

Diese Methode beinhaltet einerseits ertragswertorientierte Faktoren, andererseits aber auch einen Substanzwert, sowie einen Multiplikator. Dieser Multiplikator ist in diesem Fall nicht abhängig vom Umsatz, sondern von den tatsächlich zufließenden Beträgen und soll die Dauer repräsentieren, die der neue Arzt benötigt, um alle Patienten an sich zu binden. Nach Ablauf dieses Zeitraumes wird davon ausgegangen, dass alle bestehenden Patienten und das Verhältnis zu diesen nicht mehr durch den ausgeschiedenen Arzt beeinflusst werden und die bestehende Patientenkartei das Verdienst des neuen Arztes ist. Diese Bindungsphase beträgt bei Einzelpraxen 2 Jahre und bei Gruppenpraxen mit mehreren Gesellschaftern 2,5 Jahre. Der Zeitraum wird bei mehreren Gesellschaftern deshalb länger gewählt, da die Bundesärztekammer davon ausgeht, dass die Personengebundenheit bei mehreren betreuenden Ärzten geringer und somit die Patientenbindung an die Praxis höher ist. D.h. die Personenbezogenheit von Umsätzen an einen bestimmten Arzt ist niedriger.[299]

Die Kassenärztliche Bundesvereinigung weist ausdrücklich darauf hin, dass es sich bei dieser Bewertungsart lediglich um eine Leitlinie handelt und diese kein qualifiziertes Bewertungsgutachten ersetzen kann[300] Als erweiterte Multiplikatormethode kann dieses Verfahren durchaus herangezogen werden.

[299] Vgl. Cramer (2009), S. 718
[300] Vgl. Kassenärztliche Bundesvereinigung (2011), S. 1

5.3.2. Würdigung der Methoden der Deutschen Bundesärztekammer

Demnach können sowohl die Berechnungsmethode der „Richtlinie aus 1987“ als auch die „Hinweise aus 2008“ zur Plausibilisierung des Unternehmenswertes, welcher nach einer betriebswirtschaftlichen Methode berechnet wurde, herangezogen werden. Vor allem die Richtlinie kann durch ihre Einfachheit eine sehr schnelle Ermittlung eines ersten Eindrucks, bzw. einer ersten Schätzung des Praxiswertes bringen.

5.3.3. Die „Praktikermethode“ der Ärztekammer

Je nach Bundesland sind Ablösen für Arztpraxen mit Kassenvertrag in Höhe von ¼ bis zu 1/3 eines Jahresumsatzes als gerechtfertigt zu betrachten.[301]

Weiters wird in der Praxis sehr oft als „Daumenregel“ ein durchschnittlicher Jahresumsatz als Richtwert herangezogen. Eine offizielle Stellungnahme hierzu besteht jedoch nicht. Ende 2013 wurde ein Gremium, welches sich aus Spezialisten auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung und Steuerrecht zusammensetzt, gegründet, um eine entsprechende Richtlinie – speziell für Gruppenpraxen - zu erstellen.[302]

[301] Vgl. Siart (2002), S. 3
[302] Vgl. Glocknitzer (2013)

5.3.4. Erfahrungssätze von Barthel aus 1996

Barthel veröffentlichte 1996 die in Tabelle 11 ersichtlichen Erfahrungssätze basierend auf Informationen von Finanzdienstleistern, Kassenärztlichen Vereinigungen und Praxisvermittlungsdiensten.[303] Diese zeigen folgendes Bild für die jeweiligen Arztgruppen:

Erfahrungssätze zur Ermittlung des Goodwill einer Arztpraxis (in Prozent des letzten Umsatzes)			
	Mindestsatz	Mittelsatz	Höchstsatz
Allgemeinarzt	30%	44%	60%
Augenarzt	25%	37%	48%
Frauenarzt	26%	42%	56%
HNO-Arzt	27%	36%	46%
Dermatologie	18%	27%	42%
Innere Medizin	25%	36%	48%
Kinderarzt	25%	38%	47%
Labormedizin	24%	36%	50%
Neurologie	26%	32%	38%
Orthopädie	15%	29%	42%
Praktischer Arzt	24%	40%	56%
Radiologie	20%	24%	28%
Urologie	22%	34%	46%
Zahnarzt	20%	34%	50%
Heilpraktiker	21%	35%	54%
Tierarzt	18%	35%	52%

Tabelle 11: Umsatzmultiplikatoren nach Barthel
Quelle: Barthel (1996), S. 163

[303] Vgl. Merk (2010), S. 377

Zu- und Abschläge zu dem durch obigen Multiplikator errechneten Unternehmenswert sind bei folgenden Gegebenheiten vorzunehmen:[304]

- fehlende zeitliche Festigung (bis 5 Jahre ab Eröffnung)
- schlechter organisatorischer Zustand der Praxis
- neue, zusätzliche Praxen innerhalb des Einzugsgebietes
- unzureichende Möglichkeiten zur Steigerung des Honorars
- Übertragung der Praxis nach längerer Schließung
- großer Unterschied im Alter und der Erfahrung des übergebenden und des übernehmenden Arztes
- unvorteilhafte Verträge (Miete, Leasing, etc.)
- verwohnte Praxisräumlichkeiten
- veraltete Praxisausstattung

Mittels Zu- und Abschlägen vom errechneten Wert können individuelle Verhältnisse berücksichtigt werden, jedoch ist nicht klargestellt inwiefern bzw. in welcher Höhe diese vorzunehmen sind bzw. wie groß die Spielräume sind.

[304] Vgl. Englert (1996), S. 52

5.3.5. Erfahrungssätze von Merk aus 2010

Aktuellere Erfahrungssätze bietet eine Studie von Merk, welche auf 350 getätigten Verkäufen von Land- und Stadtpraxen in Deutschland zwischen 2006 und 2008 basiert. Ausreißer (z.B. stark defizitäre Praxen) wurden in dieser Studie eliminiert. Die daraus ermittelten Umsatzmultiplikatoren stellen sich zusammenfassend wie folgt dar:

Praxiswert in Prozent vom letzten Jahresumsatz		
	Untergrenze	Obergrenze
Augenärzte	22%	103%
Allgemeinärzte / Hausärzte	10%	75%
Chirurgen	45%	95%
Gynäkologen	38%	83%
HNO-Ärzte	35%	75%
Hautärzte	30%	92%
Fachärzte Internisten mit Schwerpunkt	42%	122%
Kinderärzte	33%	65%
Neurologen	40%	92%
Orthopäden	40%	118%
Urologen	35%	80%
Radiologen	26%	78%
Zahnärzte	15%	72%

Tabelle 12: Umsatzmultiplikatoren nach Merk
Quelle: Merk (2010), S. 378

Zu bemängeln ist hier die starke Schwankungsbreite der Bewertungssätze, welche eine große Bandbreite an möglichen Unternehmenswerten ermitteln lässt. Demnach

könnte eine Augenarztpraxis bei einem Letztjahresumsatz von 1 Mio. € zwischen € 220.000 und € 1.030.000 wert sein. Eine Zahnarztpraxis mit demselben Jahresumsatz kann zwischen € 150.000 und € 720.000 (beinahe das 5-fache!) wert sein.

5.4. Börsenorientierte Multiplikatoren

Finanzdienstleister veröffentlichen Börsenmultiplikatoren, die zur Plausibilisierung herangezogen werden können. In Abbildung 4 sind die Börsen-Multiples des Finance Magazines (mit Stand März 2014) abgebildet:

■ EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, März 2014

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*				Experten-Multiples Mid-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
			von	bis	von	bis	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	–	–	5,7 ↑	7,7 ↑	0,61 ↑	0,97 ↑	6,3	8,4 ↑	0,70 ↑	1,07 ↑
Software	12,4 ↑	1,75 ↓	6,5 ↑	8,6 ↑	0,87 ↓	1,34 ↑	7,2	9,4 ↑	1,02 ↓	1,53 ↑
Telekommunikation	17,4 ↑	1,14 ↑	6,2 ↑	7,9 ↑	0,72 ↑	1,06 ↑	6,6 ↑	8,5 ↑	0,80 ↑	1,15 ↑
Medien	14,3 ↑	2,97 ↑	6,4 ↑	8,5 ↑	0,79 ↑	1,28 ↑	7,4 ↑	9,3 ↑	0,92 ↓	1,43 ↑
Handel und E-Commerce	13,7 ↓	0,55 ↓	6,2 ↑	8,4 ↑	0,65	1,03 ↑	6,8 ↑	9,4 ↑	0,70 ↓	1,20 ↓
Transport, Logistik und Touristik	12,0 ↓	0,56 ↓	5,5	7,4 ↑	0,46 ↓	0,78 ↑	6,3	8,2 ↑	0,56 ↓	0,90
Elektrotechnik und Elektronik	11,3 ↓	0,93 ↓	6,0 ↑	7,7 ↑	0,61 ↓	0,97 ↑	6,4 ↓	8,4	0,71 ↓	1,08 ↑
Fahrzeugbau und -zubehör	11,9 ↑	1,13 ↑	5,7 ↑	7,2	0,50	0,75 ↑	6,1 ↑	7,9 ↑	0,54 ↓	0,81 ↓
Maschinen- und Anlagenbau	15,9 ↑	1,16 ↑	5,7 ↓	7,5 ↓	0,55	0,80 ↑	6,2 ↓	8,1 ↓	0,61 ↓	0,92 ↑
Chemie und Kosmetik	10,5 ↓	1,34 ↓	6,6 ↑	8,6 ↑	0,70 ↑	1,08 ↑	7,3 ↑	9,6 ↑	0,78 ↓	1,16 ↑
Pharma	10,7 ↑	1,49 ↑	7,1 ↑	9,2 ↑	0,97 ↑	1,45 ↑	7,7 ↓	9,2 ↓	1,10 ↑	1,74 ↑
Textil und Bekleidung	9,9 ↑	1,47	5,4	7,1	0,51 ↓	0,78 ↑	6,0 ↓	7,8 ↓	0,59 ↓	0,90
Nahrungs- und Genussmittel	5,1 ↓	0,58 ↓	6,0 ↑	7,8 ↑	0,59 ↓	1,01 ↑	6,6 ↑	8,7 ↑	0,70	1,06 ↑
Gas, Strom, Wasser	11,9 ↑	0,45 ↓	5,9 ↑	7,8 ↑	0,61 ↓	0,89 ↑	6,5 ↑	8,6 ↑	0,77 ↓	1,05 ↓
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien	–	–	5,9 ↑	7,8 ↑	0,61 ↑	0,98 ↑	6,6 ↑	8,8 ↑	0,70 ↓	1,07 ↑
Bau und Handwerk	14,2 ↑	0,90 ↑	4,6	6,0 ↑	0,38 ↓	0,58 ↑	5,3	6,6	0,44 ↓	0,66 ↑

* Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro; Large-Cap: über 250 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

Abbildung 4: Börsen- und Experten Multiples
Quelle: Finance-Magazin (2014a)

Diese „Multiples“ basieren auf Markteinschätzungen von Spezialisten aus 16 M&A Beratungshäusern. Weitere Informationen werden von Börsen-Multiples, die auf

Basis der im Composite Dax (CDax)-Index[305] vertretenen Unternehmen berechnet werden, bezogen. Auch werden die Datenbanken Osiris und Bureau van Dijk als Quellen herangezogen. Die Deutsche Börse liefert die Gewichtungsparameter.[306]

Für die Bewertung von Arztpraxen annähernd in Frage kommende verwandte Branchen sind „Beratende Dienstleistungen“ und „Pharma“. Da Arztpraxen als kleine oder mittlere Unternehmen anzusehen sind (siehe Kapitel 3.3.), ist hier jeweils die Kategorie „Experten-Multiples Small-Cap“ – basierend auf Unternehmen mit Umsätzen geringer als 50 Mio. € - relevant.

Die Branche „Beratende Dienstleistungen“ besteht aus folgenden Unterbranchen:[307]

- Unternehmens- und Personalberatung
- Unternehmensverwaltung
- Steuer- und Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung
- PR- und Werbeagenturen
- Marktforschung

Obiger Auflistung ist zu entnehmen, dass in dieser Kategorie auch „Freiberufler“ enthalten sind.

Die Branche „Pharma“ gliedert sich in nachstehende Branchen: [308]

- Pharma
- Medizintechnik

[305] Der CDax-Index beinhaltet alle an der Frankfurter Börse gelisteten deutschen Unternehmen (Prime Standard und General Standard) und bildet das gesamte Spektrum des deutschen regulierten Marktes ab und ermöglicht somit Prognosen für ökonomische Entwicklungen. Quelle: Frankfurter Börse (2014)
[306] Vgl. Finance-Magazin (2014c)
[307] Vgl. Finance-Magazin (2014b)
[308] Vgl. Finance-Magazin (2014b)

Demnach sind folgende Multiples heranzuziehen:

Branche	Umsatz-Multiple (Bandbreite)	
Beratende Dienstleistungen	0,61	0,97
Pharma	0,97	1,45

Tabelle 13: Multiples des Finance-Magazin
Quelle: eigene Darstellung

Anhand dieser „Multiples“ ist ersichtlich, dass die Umsatzmultiplikatoren für beratende Dienstleistungen zwischen 61% und 97% liegen. Im Vergleich zu den „Multiples“ von Barthel liegen diese etwas darüber. Im Vergleich zu Merk lassen sich bereits Parallelen beobachten, wobei – und das gilt sowohl für Barthel als auch für Merk - die Multiples des Finance-Magazin weitaus höher ausfallen.

Die „Multiples“ des Finance Magazins können jedoch nur näherungsweise die Werte von Arztpraxen widergeben, da sie Prognosen verwandter Branchen darstellen und nicht zwischen den verschiedenen Facharztgruppen unterscheiden. Dennoch ist mithilfe dieser Multiples eine Trendentwicklung durchaus beobacht- und ableitbar.

6. Fallbeispiel: Bewertung einer Arztpraxis für Innere Medizin

6.1. Bewertungsauftrag und Bewertungszweck

Auftrag:	Dr. M. erteilte uns den Auftrag zur Durchführung einer Bewertung der von ihr betriebenen Ordination
Bewertungsanlass:	Feststellung des Ordinationswertes für die Einbringung der Einzelordination in eine Gruppenpraxis.
Gesprächspartner:	Dr. M. und Steuerberater
Unterlagen:	Einnahmen-Ausgaben Rechnungen 2010 bis 2012 Saldenliste per 30.06.2013 Dienstgeberlohnkonten 2012 und per 30.06.2013 Lohnkonto 2012 und per 30.06.2013 Aktuelle Personalstandsliste Anlageverzeichnis per 31.12.2012 abgeleitetes Anlageverzeichnis per 30.06.2013 Sonstige Informationen und Auskünfte
Bewertungsgegenstand:	Ordinationsbetrieb von Dr. M., Facharzt für Innere Medizin, sowie Endokrinologie und Stoffwechselerkrankungen, Kardiologie.
Zusatzinformation:	Die bestehenden Wertpapiere zum 30.06.2013 sollen an die Gruppenpraxis mit übertragen werden.

Bewertungsmethode:	Ertragswertmethode in Anlehnung an das Fachgutachten KFS/BW 1 der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, beschlossen am 27.02.2006. Das neue Fachgutachten trat im März 2014 in Kraft, wodurch es nach dem Bewertungsstichtag liegt und deshalb noch nicht herangezogen werden darf. Im vorliegenden Beispiel hat dies jedoch auf die Annahmen und das Ergebnis keinerlei Einfluss. Die Anwendung beider Fachgutachten führen zu demselben Resultat.
Funktion des Gutachters:	Bei der vorliegenden Unternehmensbewertung erfüllen wir laut Auftrag die Funktion eines neutralen Gutachters. Die der Bewertung zugrunde gelegten Parameter werden in diesem Bericht erläutert.
Bewertungsstichtag:	30.06.2013

6.2. Bewertungsobjekt

Fachrichtung:	Ordination für Innere Medizin, sowie Endokrinologie und Stoffwechselerkrankungen, Kardiologie
Ordinationsort:	Wien, XX. Bezirk
Kassen:	BVA, GKK, KFA, SVA, SVB, VA
Tätigkeiten in der Ordination:	Blutdruckmessung – 24 Stunden Diabetes

EKG (24 Stunden-Messung)
EKG (Elektrokardiogramm)
Ergometrie
Herz- / Kreislauferkrankungen
Narkose: OP-Freigaben
Spirometrie (Lungenfunktionsprüfung)

Die Öffnungszeiten der Ordination von Dr. M. betragen derzeit pro Woche 23 Stunden.

Die Ordination befindet sich in 1XX0 Wien. Anschluss an öffentliche Verkehrsmittel ist durch die nahe gelegene Haltestelle der U-Bahnlinie, der Straßenbahnlinien und mehrerer Autobuslinien gegeben.

6.3. Bewertungsgrundlagen

Die Bewertung der Ordination erfolgt in Anlehnung an das Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS/BW 1) der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, beschlossen am 27.02.2006, nach der Ertragswertmethode (Abschnitt 6.2. Ertragswertverfahren).

6.4. Funktion des Gutachters

Aufgabe des Gutachters ist die Berechnung eines objektiven Arztpraxiswertes zur Ermittlung der stillen Reserven für die geplante Umgründung nach dem Umgründungssteuergesetz, sowie einer Bestätigung eines positiven Verkehrswertes.

6.5. Berechnung der Cash-Flows

6.5.1. Ertragsteuern

Die in die Bewertung einfließenden Unternehmens- und Alternativerträge müssen in Bezug auf die Berücksichtigung von Ertragsteuerwirkungen äquivalent sein.

Bei den Cash Flows wird ein typisierter Ertragsteuersatz von 35% herangezogen:

6.5.2. Wachstumsabschlag

Im vorliegenden Fall wurde von einer Nachhaltigkeit von fünf Jahren ausgegangen und eine ewige Rente nicht berücksichtigt. Der Ansatz eines Wachstumsabschlages war daher nicht geboten.

6.5.3. Zuschlag für das Insolvenzrisiko

Der Deutsche Arbeitskreis zur Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V. hat sich für die Berücksichtigung solcher Insolvenzwahrscheinlichkeiten zumindest in der ewigen Rente ausgesprochen.

Da in der vorliegenden Bewertung der Ordination keine ewige Rente zum Ansatz gebracht wird, sind Insolvenzwahrscheinlichkeiten außer Ansatz zu lassen.

6.5.4. Nachhaltigkeit der Zukunftserfolge

Für die vorliegende Ordinationsbewertung wurde die in Zusammenarbeit mit Dr. M. erstellte Planungsrechnung für die Jahre 2013/2014 bis 2017/2018 herangezogen, wobei die Ergebnisse der Jahre 2010, 2011, 2012, sowie die Saldenliste 1-6/2013 als Basis für die Planung dienten.

Die Nachhaltigkeit der Zukunftserfolge liegt (wie in Kap. 4.2. erläutert) bei Einzelordinationen zwischen 2 und 5 Jahren. Bei speziellen Facharztpraxen ist auch ein längerer Nachhaltigkeitszeitraum von bis zu 10 Jahren möglich.

Es wurde von einer fünfjährigen Nachhaltigkeit ohne Ansatz eines Liquidationserlöses ausgegangen. Da die bestehenden Wertpapiere zum 30.06.2013 in die Gruppenpraxis mit übertragen werden, wird deren Buchwert zusätzlich zum Wert der Ordination berücksichtigt und gesondert ausgewiesen.

6.5.5. Erfolgsrechnung für die Ertragswertmethode

Als Basis für die Ermittlung der Zukunftsergebnisse dienten eine Analyse der Erfolgsrechnungen der Jahre 2010, 2011 und 2012, sowie die Saldenliste 1-6/2013.

6.5.6. Einnahmen- und Ausgabenrechnung 2010-2012

In Abbildung 5 sind zunächst die Einnahmen- und Ausgabenrechnungen der Jahre 2010, 2011 und 2012, sowie die Saldenliste 1-6/2013 dargestellt.

Erfolgsrechnung (alle Beträge in 1.000 Euro)								
Einnahmen	2010	%	2011	%	2012	%	30.06.2013	%
Privathonorare	10,6	1,7%	17,7	2,7%	20,9	3,1%	9,0	2,5%
Kassenhonorare	592,0	95,7%	620,7	96,0%	633,8	93,6%	349,4	97,5%
Honorare Ärztekammer	1,1	0,2%	1,1	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Sonstige betriebl. Erträge	15,0	2,4%	7,1	1,1%	22,6	3,3%	0,0	0,0%
Summe Einnahmen	618,7	100,0%	646,6	100,0%	677,3	100,0%	358,4	100,0%

Ausgaben	2010	%	2011	%	2012	%	30.06.2013	%
Ordinationsmaterial	4,2	0,7%	3,7	0,6%	4,2	0,6%	1,9	0,5%
Fremdarbeit (Vertretungen)	43,6	7,0%	32,8	5,1%	24,1	3,6%	16,0	4,5%
Personalaufwand	122,1	19,7%	122,6	19,0%	125,9	18,6%	73,4	20,5%
Miete Praxisräumlichkeiten	20,3	3,3%	21,8	3,4%	22,8	3,4%	9,1	2,5%
Pflichtversicherung, Wohlfahrtsfonds und Kammerbeiträge	65,9	10,7%	75,6	11,7%	65,5	9,7%	14,8	4,1%
Abschreibungen Anlagevermögen, GWG	46,9	7,6%	38,5	6,0%	31,5	4,7%	5,8	1,6%
Übrige Ausgaben	55,2	8,9%	53,1	8,2%	42,7	6,3%	35,1	9,8%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,1	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,1	0,0%
Summe Ausgaben	358,3	57,9%	348,1	53,8%	316,7	46,8%	156,2	43,6%

Ergebnis ärztliche Tätigkeit	2010	%	2011	%	2012	%	30.06.2013	%
Ergebnis ärztiche Tätigkeit	260,4	42,1%	298,5	46,2%	360,6	53,2%	202,2	56,4%

Abbildung 5: Erfolgsrechnung 2010-2013
Quelle: eigene Darstellung

6.5.7. Ermittlung des jährlichen Cash-Flows

Zur Ermittlung des nachhaltigen Zukunftserfolges der Jahre 2013/2014 bis 2017/2018 wurden als Basis die in Kapitel 6.5.6. beschriebenen Geschäftsjahre herangezogen.

Darüber hinaus wurden jene wachstumsbedingten zusätzlichen Einnahmen und daraus resultierenden strukturbedingten Mehrausgaben berücksichtigt, welche aus heutiger Sicht zu erwarten sind.

Für die Planung der Umsatzerlöse 2013/2014 bis 2017/2018 war von folgenden Überlegungen auszugehen:

Ausgehend vom hochgerechneten Jahr 2013 waren personenbezogene Einnahmen (Privathonorare, Gutachten, Führerscheingutachten, etc.) außer Acht zu lassen, da diese individuell vorliegen und von einem anderen Arzt nicht regelmäßig erzielt werden.

Bei den Kassenhonoraren sowie den anderen betrieblichen Erträgen wurden die Ergebnisse per 30.06.2013 linear auf ein ganzes Jahr hochgerechnet.

Ausgabenseitig wurden grundsätzlich die 3-Jahres-Durchschnittswerte herangezogen. Davon abweichend waren geänderte Trendentwicklungen der Jahre 2012 und 2013 in einzelnen Ausgabenkategorien entsprechend zu würdigen. Der Personalaufwand war jedenfalls detailliert und überdurchschnittlich zu planen, da im Juni 2013 zwei neue Mitarbeiter eingestellt wurden.

Auch Pflichtversicherungsbeiträge, Wohlfahrtsfonds und Ärztekammerumlage waren dem Trend entsprechend höher als die errechneten Durchschnittswerte einzuplanen.

Nach den Anpassungen ergibt sich folgendes Bild der Einnahmen und Ausgaben für 2013 und als Basis für die weitere Planung:

	IST	Anpassung	Basis für PLAN
Einnahmen	30.06.2013		30.06.2013
Privathonorare	9,0	-9,0	0,0
Kassenhonorare	349,4	349,4	698,8
Honorare Ärztekammer	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebl. Erträge	0,0	0,0	0,0
Summe Einnahmen	358,4	340,4	698,8
Ausgaben	30.06.2013	Anpassung	30.06.2013
Ordinationsmaterial	1,9	2,1	4,0
Fremdarbeit (Vertretungen)	16,0	8,0	24,0
Personalaufwand	73,4	100,7	174,1
Miete Praxisräumlichkeiten	9,1	12,1	21,2
Pflichtversicherung, Wohlfahrtsfonds und Kammerbeiträge	14,8	55,0	69,8
Abschreibungen Anlagevermögen, GWG	5,8	0,0	5,8
Übrige Ausgaben	35,1	14,0	49,1
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,1	0,0	0,1
Summe Ausgaben	156,2	191,9	348,2
Ordinationsergebnis	30.06.2013	Anpassung	30.06.2013
Ergebnis der ärztlichen Tätigkeit	202,2	148,5	350,6

Abbildung 6: Anpassung der Einnahmen und Ausgaben
Quelle: eigene Darstellung

Die Planung des Personalaufwandes wurde ausgehend von der aktuellen Personalkostenübersicht (Dienstgeber-Lohnkonto per 30.06.2013) erstellt.

Die Personalkosten entwickeln sich in den nächsten 5 Jahren gemäß dem Personalstand auf Basis von 9 Mitarbeitern wie folgt:

Personalplanung (alle Beträge in 1.000 Euro)											
Stellenbeschreibung	Anzahl MA	Monate von	bis	Mon.	Gesamtkosten 30.06.2013	Basis für Planung	01.07.2013 - 30.06.2014	01.07.2014 - 30.06.2015	01.07.2015 - 30.06.2016	01.07.2016 - 30.06.2017	01.07.2017 - 30.06.2018
						Planung					
Ordinationsassistentin (30h)	1	1	6	6	10,58	21,17	21,80	22,46	23,13	23,82	24,54
Ordinationshilfe (35h)	1	1	6	6	16,6	33,20	34,20	35,22	36,28	37,37	38,49
Ordinationshilfe (34h)	1	1	6	6	12,33	24,66	25,40	26,16	26,95	27,76	28,59
Ordinationshilfe (17h)	1	1	6	6	6,09	12,18	12,55	12,92	13,31	13,71	14,12
Ordinationsassistentin (14h)	1	1	6	6	4,77	9,54	9,83	10,12	10,42	10,74	11,06
Ordinationsassistentin (40h)	1	6	6	1	1,35	18,90	19,47	20,05	20,65	21,27	21,91
Bürokraft (8h)	1	1	6	6	4,76	9,52	9,81	10,10	10,40	10,71	11,04
Reinigungskraft (25h)	1	6	6	1	1,43	20,02	20,62	21,24	21,88	22,53	23,21
Ordinationshilfe (31h)	1	1	6	6	10,93	21,86	22,52	23,19	23,89	24,60	25,34
Aufwand	9 MA				68,84	171,05	176,18	181,46	186,91	192,51	198,29
freiwilliger Sozialaufwand	(Basis EAR 2012)				2,18	2,25	2,31	2,38	2,45	2,53	2,60
Arbeitskleidung					0,82	0,84	0,87	0,90	0,92	0,95	0,98
Aufwand Total						174,14	179,36	184,74	190,28	195,99	201,87

Abbildung 7: Personalplanung
Quelle: eigene Darstellung

Die Gesamtkosten wurden mit 3% valorisiert. Basis für diese Annahme ist die Erhöhung des Kollektivvertrages für Angestellte bei Ärzten und Gruppenpraxen in Wien ab 01.04.2011 um rd. 2,8%.

Die geplanten Abschreibungen betreffen die derzeit vollständig ausgestattete Ordination und ergeben sich laut nachfolgendem Investitionsplan (auf Basis des Anlagenverzeichnisses zum 31.12.2012 und bekannter Investitionen bis zum 30.06.2013). In der Investitionsplanung wird davon ausgegangen, dass die Investitionen nach Ablauf der entsprechenden Nutzungsdauer zu tätigen sind, woraus sich folgender Plan ergibt:

Investitionsplanung und Abschreibungsvorschau					
Sachanlagenposition	01.07.2013 - 30.06.2014	01.07.2014 - 30.06.2015	01.07.2015 - 30.06.2016	01.07.2016 - 30.06.2017	01.07.2017 - 30.06.2018
Betriebs- und Geschäftsgebäude (Finanzierungsbeitrag)					
Buchwert 30.06.	25.426,97 €	15.256,20 €	5.085,43 €	0,00 €	0,00 €
Investition	- €	- €	- €	- €	- €
Abschreibung laut Vorschau	- 10.170,77 €	- 10.170,77 €	- 5.085,42 €		
Abschreibung Investitionen	- €				
Buchwert 01.07.	15.256,20 €	5.085,43 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Investitionen in fremde Gebäude					
Buchwert 30.06.	37.080,94 €	27.776,09 €	18.471,24 €	9.166,39 €	0,00 €
Investition	- €	- €	- €	- €	- €
Abschreibung laut Vorschau	- 9.304,85 €	- 9.304,85 €	- 9.304,85 €	- 9.166,38 €	
Abschreibung Investitionen	- €	- €	- €	- €	- €
Buchwert 01.07.	27.776,09 €	18.471,24 €	9.166,39 €	0,00 €	0,00 €
Maschinen					
Buchwert 30.06.	1.162,60 €	758,14 €	21.965,50 €	16.332,66 €	11.301,16 €
Investition	- €	26.840,20 €	- €	611,93 €	866,64 €
Abschreibung laut Vorschau	- 404,46 €	- 264,80 €	- 264,80 €	- 153,00 €	- 75,54 €
Abschreibung Investitionen	- €	- 5.368,04 €	- 5.368,04 €	- 5.490,43 €	- 5.663,75 €
Buchwert 01.07.	758,14 €	21.965,50 €	16.332,66 €	11.301,16 €	6.428,51 €
Medizinische Geräte					
Buchwert 30.06.	494,98 €	103.382,20 €	89.417,85 €	60.498,89 €	32.339,18 €
Investition	128.815,28 €	14.954,64 €	- €	742,84 €	- €
Abschreibung laut Vorschau	- 165,00 €	- 165,00 €	- 164,98 €		
Abschreibung Investitionen	- 25.763,06 €	- 28.753,98 €	- 28.753,98 €	- 28.902,55 €	- 28.902,55 €
Buchwert 01.07.	103.382,20 €	89.417,85 €	60.498,89 €	32.339,18 €	3.436,63 €
Büromaschinen, EDV-Anlagen					
Buchwert 30.06.	1.097,23 €	11.515,13 €	8.319,90 €	4.224,26 €	875,08 €
Investition	14.710,40 €	900,41 €	- €	866,64 €	- €
Abschreibung laut Vorschau	- 614,90 €	- 192,94 €	- 192,93 €	- 96,46 €	
Abschreibung Investitionen	- 3.677,60 €	- 3.902,70 €	- 3.902,70 €	- 4.119,36 €	- 4.119,36 €
Buchwert 01.07.	11.515,13 €	8.319,90 €	4.224,26 €	875,08 €	- 3.244,28 €
Summe Investitionen:	€ 143.525,68	€ 42.695,25	€ -	€ 2.221,40	€ 866,64
Summe Abschreibungen:	-€ 50.100,63	-€ 58.123,09	-€ 53.037,71	-€ 47.928,18	-€ 38.761,21
Buchwert 30.06.2018:					€ 6.620,87

Abbildung 8: Investitionsplanung
Quelle: eigene Darstellung

Die in 2013/2014 geplanten Investitionen in die Ordinationseinrichtung in Höhe von rd. € 143.500 beinhalten unter anderem bereits seit längerem anstehende

Ersatzbeschaffungen von medizinischen Geräten wie z.B. ein Cardiogerät, ein Fahrradergometer, eine EKG-Überwachung sowie ein Ultraschall- und Endoskopiegerät.

Die in 2014/2015 geplanten Investitionen in Höhe von rd. € 42.700 beinhalten unter anderem die Erneuerung diverser Ordinationseinrichtungsgegenstände (Beleuchtung, Schreibtisch, Sofas, Sessel, Stühle, etc.), der medizinischen Geräte (Aufnahmegerät, Zusatz für EKG, Heart-Screen, Defibrillator, Aufnahmegerät für EKG, etc.), sowie des PC-Systems.

Für die Planung der übrigen Ausgaben wurde ein Durchschnittswert der Jahre 2010 bis 2012 herangezogen und auf aperiodische Beträge untersucht. Ebenso wurde das aktuelle Jahr 2013 für die Planung der Jahre 2013/2014 bis 2017/2018 berücksichtigt. Daraufhin wurden Anpassungen zur Ermittlung der Basis für weitere Planungen vorgenommen.

Die Planung der übrigen Ausgabenpositionen für den Zeitraum 2013/2014 bis 2017/2018 erfolgte unter folgenden Prämissen:

Die angeführten Ausgaben wurden mit folgenden Steigerungssätzen valorisiert:

Steigerung 2013:	1,7%
Steigerung 2014:	1,6%
Steigerung 2015:	1,9%
Steigerung 2016:	1,9%
Steigerung 2017:	1,9%
Steigerung 2018:	1,9%

Die Steigerungssätze der Jahre 2013 und 2014 beziehen sich auf eine Prognose der OeNB aus 12/2012.

Die Steigerungen der Jahre von 2015 bis 2018 wurden aus dem arithmetischen Mittel des VPI von 1999 bis 2012 der Statistik Austria (2,4%) und der Prognosen der OeNB für 2013 (1,7%) und 2014 (1,6%) gebildet und betragen 1,9%.

Die Einnahmen wurden mit einem Steigerungssatz von 3,5% geplant. Dieser stammt aus dem Mittelwert der Steigerungssätze 2010 auf 2011, 2011 auf 2012 und 2012 auf das hochgerechnete Jahr 2013. Dieser Mittelwert beträgt 5,0%. Bei doppelter Gewichtung des letzten Jahres ergibt sich ein Mittelwert von 4,7%. Demnach ist die Planung mit einem Steigerungssatz von 3,5% als eher konservativ anzusehen.

Die Kosten für die Unternehmensbewertung und diverse Beratungs- und Vertragserrichtungskosten für die geplante Gründung der Gruppenpraxis werden im Jahr 2013/2014 anfallen und sind als aperiodischer Aufwand außer Acht zu lassen.

Zur Ermittlung der zukünftigen finanziellen Überschüsse wird, ausgehend vom zuvor erläuterten nachhaltigen Ergebnis der ärztlichen Tätigkeit, ein kalkulatorischer Arztlohn in Abzug gebracht. Der kalkulatorische Arztlohn beruht auf der Überlegung, dass der praxisführende Arzt seine Arbeitskraft zu den Ordinationszeiten nicht anderweitig verwerten kann. Die Personalkosten für die angeführten Stunden eines entsprechenden Arztes werden für die Bewertung mit € 83.900 angenommen und jährlich valorisiert. Dieser Wert basiert auf den Hinweisen zur Bewertung von Arztpraxen der Deutschen Bundesärztekammer aus 2008, welche einen kalkulatorischen Arztlohn mit € 76.000 rechtfertigen. Dieser Wert wurde über 5 Jahre mit 2% valorisiert und ergibt für 2013 einen kalkulatorischen Arztlohn in Höhe von € 83.900.

In der Planungsrechnung werden die Ertragssteuern Cash Flow-mindernd berücksichtigt. Zugrunde gelegt wird ein objektivierter Ertragssteuersatz von durchschnittlich 35 %. Dieser typisierte Einkommensteuersatz wird in Deutschland

bei natürlichen Personen und Personengesellschaften herangezogen und ist erstmals in IDW S1 2000 erwähnt (siehe Kapitel 4.). Er steht auch im Einklang mit der TZ 29 des Fachgutachtens KFS/BW 1 2006. Die TZ 29 besagt: „Bei der Bewertung von Einzelunternehmen oder Personengesellschaften aus dem Blickwinkel natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse um die beim jeweiligen Bewertungssubjekt entstehende Einkommensteuerbelastung, die aus den steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen“.

Die Planungsrechnung für die Jahre 2013/2014 bis 2017/2018 zeigt folgendes Bild:

Erfolgsrechnung / Planungsrechnung (alle Beträge in 1.000 Euro)								
	IST	Anpassung	Basis für PLAN	PLAN				
Einnahmen	30.06.2013		30.06.2013	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016	30.06.2017	30.06.2018
Privathonorare	9,0	-9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassenhonorare	349,4	349,4	698,8	723,3	748,6	774,8	801,9	830,0
Honorare Ärztekammer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebl. Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Einnahmen	358,4	340,4	698,8	723,3	748,6	774,8	801,9	830,0
Ausgaben	30.06.2013	Anpassung	30.06.2013	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016	30.06.2017	30.06.2018
Ordinationsmaterial	1,9	2,1	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4
Fremdarbeit (Vertretungen)	16,0	8,0	24,0	24,4	24,8	25,3	25,8	26,3
Personalaufwand	73,4	100,7	174,1	179,4	184,7	190,3	196,0	201,9
Miete Praxisräumlichkeiten	9,1	12,1	21,2	21,6	21,9	22,4	22,8	23,2
Pflichtversicherung, Wohlfahrtsfonds und Kammerbeiträge	14,8	55,0	69,8	71,0	72,2	73,6	75,0	76,4
Abschreibungen Anlagevermögen, GWG	5,8	0,0	5,8	50,1	58,1	53,0	47,9	38,8
Übrige Ausgaben	35,1	30,0	65,1	66,2	67,4	68,6	69,9	71,3
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Summe Ausgaben	156,2	207,9	364,2	416,7	433,4	437,5	441,8	442,3
Ordinationsergebnis	30.06.2013	Anpassung	30.06.2013	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016	30.06.2017	30.06.2018
Ergebnis der ärztlichen Tätigkeit	202,2	132,5	334,6	306,5	315,2	337,3	360,1	387,7
kalk. Arztlohn Dr. M.				83,9	86,4	89,0	91,7	94,4
EGT nach Unternehmerlohn und vor Steuern				222,6	228,7	248,3	268,4	293,3
abz. Ertragsteuern (35%)				-99,3	-108,9	-116,7	-124,7	-134,3
zuz. Abschreibungen				50,1	58,1	53,0	47,9	38,8
abz. Investitionen				-143,5	-42,7	0,0	-2,2	-0,9
Cash Flow				29,8	135,2	184,6	189,4	196,8

Abbildung 9: Planungsrechnung 2013/2014 bis 2017/2018
Quelle: eigene Darstellung

6.6. Ermittlung des Kalkulationszinssatzes

Der Zinssatz wurde auf Basis des Tax-CAPM von Brennan berechnet. Die Berechnungsformel lautet wie folgt:

$$r_j^{nSt} = r_f(1 - ESt) + \beta_j(r_m^{nSt} - r_f\ (1 - ESt))$$

r_j^{nSt} = Alternativrendite der Vergleichsinvestition j nach Steuern

r_f = risikoloser Zinssatz

ESt = typisierter Einkommensteuersatz

β_j = Betafaktor

r_m^{nSt} = Rendite des Marktportfolios nach Steuern

6.6.1. Basiszinssatz

Als Zinssatz wurde die Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren in Höhe von 0,74% herangezogen.[309]

6.6.2. Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird auf Basis des Capital Asset Pricing Models bestimmt. Für die Bestimmung der Marktrisikoprämie wurde die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation (Aussendung vom 04.10.2012) herangezogen, welche einen Ansatz vor persönlichen Steuern im derzeitigen Marktumfeld innerhalb einer Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % empfiehlt. Den vorliegenden Berechnungen wurde eine Marktrisikoprämie von 7,0 % zugrunde gelegt.

Der Beta-Faktor (ß) von 0,44 entspricht dem aktuellen Branchenschnitt (Bezeichnung „DAXsector Pharma & Healthcare") vergleichbarer deutscher Unternehmen (Quelle: Wollny WP - Februar 2013).

Es ergibt sich somit ein Risikozuschlag von 3,08 %.

[309] Vgl. KWT – Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2013)

6.6.3. Steuern

Gemäß Fachgutachten KFS/BW 1 wurde der 25%ige Kapitalertragsteuersatz, welcher auch bei einer anderweitigen Investition Berücksichtigung finden würde, berücksichtigt.

6.6.4. Kapitalisierungszinssatz nach Steuern

Für das vorliegende Bewertungsgutachten wird ein Kapitalisierungszinssatz nach Steuern in Höhe von 3,39% zugrunde gelegt, welcher sich – wie in Abbildung 10 ersichtlich – zusammensetzt.

Zinssatz für Ertragswert	
	2014-2018
Basiszinssatz	0,74%
Marktrisikoprämie	7,00%
Beta	0,44
Risikozuschlag	3,08%
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern	3,82%
Steuern	25%
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	3,39%

Abbildung 10: Zinssatz für Ertragswert
Quelle: eigene Darstellung

6.7. Ermittlung des Ordinationswertes nach der modifizierten Ertragswertmethode

Bei einer unterstellten Nachhaltigkeit von fünf Jahren errechnet sich der Ordinationswert aus dem finanziellen Überschuss (Cash-Flow) unter Einbeziehung obiger Prämissen und eines Zinssatzes von 3,39% nach der modifizierten Ertragswertmethode wie folgt:

Unternehmenswert nach Ertragswert (alle Beträge in 1.000 Euro)				
Jahr	GJ	Cash Flow	Abzinsungsfaktor	Barwert
1	2013/2014	29,84	0,97	28,86
2	2014/2015	135,21	0,94	126,49
3	2015/2016	184,61	0,90	167,04
4	2016/2017	189,45	0,88	165,79
5	2017/2018	196,82	0,85	166,60
Ertragswert 5 Jahre				654,78

Ordinationswert per 30.06.2013 (Ertragswert 5 Jahre)	654.780,00		
Ordinationswert (Spanne):	623.000,00	bis	688.000,00

Abbildung 11: Unternehmenswert nach Ertragswert
Quelle: eigene Darstellung

Es ergibt sich ein Ordinationswert als Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüssen (Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner), welche aus der Fortführung der Ordination über fünf Jahre (2013/2014 – 2017/2018) erzielt werden.

Der abgezinste Ertragswert wird um die investitionsbegünstigten Wertpapiere in Höhe von € 125.699,83, sowie überschüssigen Kassen- und Bankbeständen[310] in Höhe von € 67.790,04) erhöht (siehe Abbildung 12).

Unternehmenswert nach Ertragswert (alle Beträge in 1.000 Euro)				
Jahr	GJ	Cash Flow	Abzinsungsfaktor	Barwert
1	2013/2014	29,84	0,97	28,86
2	2014/2015	135,21	0,94	126,49
3	2015/2016	184,61	0,90	167,04
4	2016/2017	189,45	0,88	165,79
5	2017/2018	196,82	0,85	166,60
Ertragswert 5 Jahre				654,78

Ordinationswert per 30.06.2013 (Ertragswert 5 Jahre)			654.780,00
Ordinationswert (Spanne):	623.000,00	bis	688.000,00

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen:		
Des weiteren befinden sich im nicht notwendigen Betriebsvermögen festverzinsliche Wertpapiere mit einem Barwert zum 30.06.2013 von:		125.699,83
Ebenso wird ein Bankkonto der BAWAG mit der Nr. xxxx-004-244 mit einem Saldo zum 30.06.2013 mitübertragen:	76.189,53	
Ebenso wird ein Kassenbestand per 30.06.2013 mit folgendem Saldo mitübertragen:	2.600,51	
abzüglich betriebsnotwendiger Kasse/Bank-Bestand:	-11.000,00	67.790,04

Abbildung 12: Unternehmenswert nach Ertragswert inklusive Wertpapiere und überschüssiger Liquidität
Quelle: eigene Darstellung

[310] Der betriebsnotwendige Kassen/Bank-Bestand orientiert sich an der Liquidität 1. Grades und einem Sollwert von 35%.

6.8. Plausibilisierung mittels Multiplikatormethode

Multiplikatormethoden können laut Fachgutachten nicht an die Stelle von Unternehmensbewertungen treten. In der Praxis werden jedoch gelegentlich zur Preisfindung kleinerer und mittlerer Unternehmen (und auch freiberuflicher Praxen) ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierte Multiplikatoren verwendet, die im Einzelfall Anhaltspunkte für die Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten.

6.8.1. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren der „Ärztekammermethode“

Der Praxiswert gemäß „Wiener Praktikermethode“ ermittelt sich laut Abbildung 13 und beträgt rund € 832.700 und liegt damit um rund 20% über dem errechneten Praxiswert. Dies liegt einerseits daran, dass hier Investitionen – im Gegensatz zur Ertragswertmethode - nicht berücksichtigt werden und andererseits der Substanzwert zusätzlich zum errechneten Multiplikator aufgeschlagen wird.

Ärztekammer (Wiener Praktikermethode):		
Durchschn. Jahresumsatz der letzten 3 Jahre:		
	2010:	603.700,00 €
	2011:	639.500,00 €
	2012:	654.700,00 €
		1.897.900,00 €
3-Jahresdurchschnitt		632.633,33 €
Liquiditätsüberschuss:		67.790,04 €
Finanzanlagevermögen:		125.699,83 €
Zeitwert des Inventars:		6.620,87 €
Ordinationswert:		832.744,07 €

Abbildung 13: Multiplikatormethode nach der Ärztekammer (Wiener Praktikermethode)
Quelle: eigene Darstellung

6.8.2. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren nach Merk

Die Multiplikatoren nach Merk ergeben eine Ordinationswertspanne zwischen rund € 293.500 und € 852.500. Die nach der modifizierten Ertragswertmethode errechnete Ordinationswertspanne von € 623.000 bis € 688.000 liegt zwischen dem Arithmetischen Mittel und der Obergrenze der Umsatzmultiplikatoren für Internisten.

Umsatzmultiplikatoren nach Merk		
Umsatzplan 2013:		698.800,00 €
Untergrenze	42%	293.496,00 €
Arithmetisches Mittel	82%	573.016,00 €
Obergrenze	122%	852.536,00 €

Abbildung 14: Umsatzmultiplikatoren nach Merk
Quelle: eigene Darstellung, Vgl. Kap. 5.3.5.

6.8.3. Plausibilisierung mittels Multiplikatoren nach Barthel

In Abbildung 10 werden die Umsatzmultiplikatoren nach Barthel berechnet. Die Ergebnisse weisen eine Höchstgrenze von € 335.424 auf. Das ergibt eine Abweichung zum Mittelwert der berechneten Unternehmenswertspanne (rund € 654.800) von 95%.

Umsatzmultiplikatoren nach Barthel		
Umsatzplan 2013:		698.800,00 €
Untergrenze	25%	174.700,00 €
Arithmetisches Mittel	36%	251.568,00 €
Obergrenze	48%	335.424,00 €

Abbildung 15: Umsatzmultiplikatoren nach Barthel
Quelle: eigene Darstellung, Vgl. Kap. 5.3.4.

6.8.4. Zusammenfassung der Plausibilisierung

Während sich die berechnete Ordinationswertspanne gemäß modifizierter Ertragswertmethode mittels der Multiplikatormethode der Ärztekammer und der Multiplikatoren nach Merk plausibilisieren lässt, ist eine Bestätigung der Berechnungen mittels Multiplikatoren nach Barthel nicht möglich. Nicht zu vergessen ist jedoch, dass es sich einerseits bei den Multiplikatoren nach Merk und Barthel um ehemals bezahlte Kaufpreise und andererseits um Durchschnittswerte handelt. Auch liegt die Studie von Barthel mehr als 10 Jahre vor der Studie von Merk.

6.9. Zusammenfassende Darstellung des Ergebnisses

Die Bewertung der Ordination von Dr. M. erfolgte nach der Ertragswertmethode in Anlehnung an das Fachgutachten der Kammer der Wirtschaftstreuhänder. Es wurde eine Nachhaltigkeit von fünf Jahren unterstellt und kein Liquidationserlös nach Ablauf der Planungsphase angesetzt.

Zum Stichtag 30.06.2013 liegt der objektivierte Unternehmenswert der Ordination von Dr. M. – Facharzt für Innere Medizin – gemäß der Ertragswertmethode in einer Bandbreite zwischen

€ 623.000 und € 688.000

Dieser Ertragswert basiert auf einer durchschnittlich erfolgreichen Ordinationsfortführung von fünf Jahren.

Zusätzlich zum Ordinationsbetrieb sind investitionsbegünstigte Wertpapiere (nicht betriebsnotwendiges Vermögen) mit einem derzeitigen Buchwert über € 125.699,83 und Bank- sowie Kassenüberbestände in Höhe von € 67.790,04 vorhanden und zu berücksichtigen.

Somit ergibt sich ein Gesamtwert zwischen rund € 816.500 und € 881.500.

7. Conclusio und Ausblick

7.1. Conclusio

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit den Besonderheiten der Bewertung von Arztpraxen. Vor allem die Personengebundenheit und damit einhergehende Endlichkeit der Lebensdauer spielen eine zentrale Rolle in der Bewertung, da der Wert der Arztpraxis maßgeblich von der Anzahl der Cash Flow-generierenden Anzahl der Jahre abhängig ist. Mit zunehmender Stärke der Personengebundenheit, verkürzt sich der Cash Flow-verursachende Zeitraum, da die Übertragbarkeit der Umsätze ausschlaggebend ist.

Ein weiterer wichtiger Punkt in der Berechnung des zu diskontierenden Cash Flow stellt die Wahl der Höhe der Ertragsteuern dar. Hier ist zu wählen zwischen dem Steuersatz von 25%, welcher für Kapitalgesellschaften zur Anwendung kommt, zwischen dem typisierten Steuersatz von 35% laut Empfehlung aus Deutschland und einem individuellen – die Einkünfte aus der ärztlichen Tätigkeit alleine betrachtenden – Steuersatz. Hier besteht eine große Bandbreite, die die Cash Flows maßgebend reduzieren können. Aus Sicht der Autorin kann dies noch für Diskussionsstoff sorgen.

Aus Sicht der Autorin sind daher die Wahl des Planungszeitraumes und die Wahl des Steuersatzes der „springende Punkt“ in der Bewertung von Arztpraxen.

7.2. Ausblick

Die Bewertung von Arztpraxen wird aufgrund der Fülle an geplanten Gruppenpraxisgründungen[311] in Zukunft noch mehr an Bedeutung gewinnen.

Diese Umstände stellen Bewerter bereits jetzt und vermehrt in Zukunft vor eine große Aufgabe: einen "Unternehmenswert" für die Arztpraxis – mit all ihren Besonderheiten - zu ermitteln.

Am Schluss dieser Arbeit noch ein Zitat, welches nach Meinung der Autorin den „Nagel auf den Kopf“ trifft:

Unternehmenswertermittlungen verfolgen verschiedene Zwecke. Daher gibt es nicht DEN richtigen Unternehmenswert, sondern nur den jeweils passenden.[312]

[311] Vgl. Wiener Ärztekammer (2014); Mit Stand Juni 2014 befanden sich 70 Gruppenpraxen allein in Wien in der Warteschlange der Wiener Ärztekammer.
[312] Vgl. Moxter (1983), S.6

8. Literaturverzeichnis

Fachbücher und Aufsätze

Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e. V. (2011): Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen – Die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten -, in: BewertungsPraktiker, 6. Jg, Heft 1, S 12-22

Aschauer Ewald / Purtscher Victor (2011): Einführung in die Unternehmensbewertung, Linde Verlag Wien, Wien

Aschauer Ewald / Purtscher Victor (2013): Bewertung von Personengesellschaften, S. 81 – 105, in: Bertl Romuald / Eberhartinger Eva / Egger Anton / Kalss Susanna / Lang Michael / Nowotny Christian / Riegler Christian / Schuch Josef / Staring Claus (Hrsg)., Die Personengesellschaft im Unternehmens- und Steuerrecht, Linde Verlag Wien, Wien

Ballwieser Wolfgang (2007): Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, Stuttgart

Ballwieser Wolfgang (2011): Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 3. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, Stuttgart

Ballwieser Wolfgang (2013): Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 4. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, Stuttgart

Balz Ulrich / Bordemann Heinz-Gerd (2007): Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, Heft 12 vom 10.12.2007, S. 737-743

Barthel, Carl W. (1996): Unternehmenswert – Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, in: Der Betrieb (1996), S. 149-163

Bauer Oliver (2003): Die Bewertung von Steuerberaterkanzleien, Dissertation an der Technischen Universität Chemnitz

Bayerisches Landesamt für Steuern (2013): Überblick Branchenspezifische Bewertungsmethoden, Verfügung vom 28.2.2013 - S 3224.1.1 - 1/6 St 34, in: DerBetrieb, 08.03.2013 , Heft 10

Behringer Stefan (2012): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe: Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, 5. Auflage, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. KG, Berlin 2012

Boos (2005): Bewertung von Arztpraxen im Rahmen des Zugewinnausgleichs, in: Medizinrecht (MedR) 2005, Heft 4, S. 203-208

Brennan (1970): National Tax Journal, S. 417-427

Bruns Carsten (1998): Unternehmensbewertung auf der Basis von HGB- und IAS-Abschlüssen – Rechnungslegungsunterschiede in der Vergangenheitsanalyse, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe GmbH

Burger Anton (1995): Jahresabschlussanalyse, München, Oldenbourg Verlag

Cramer Udo / Maier Bernd (2002): Praxisübergabe und Praxiwert, in: Medizinrecht (MedR) 2002, Heft 12, S. 617-625

Cramer Udo H. (2009): Bundesärztekammer: Neue „Hinweise“ zur Bewertung von Arztpraxen in: Medizinrecht (MedR) 2009, S. 716-719

Cramer Udo H. / Maier Bernd (2002): Praxisübergabe und Praxiswert Medizinrecht (MedR) 2002, S. 617-619

Dausend Florian / Schmitt Dirk (2006): Erste Empirische Befunde zum Tax-CAPM, in: FINANZ BETRIEB, Heft 3 vom 1.3.2006, Seite 153 - 162

Deutsche Bundesärztekammer (1987): Richtlinie zur Bewertung von Arztpraxen, in: Deutsches Ärzteblatt (1987), A-926 bis A-929

Deutsche Bundesärztekammer (2008): Hinweise zur Bewertung von Arztpraxen, Bekanntmachung vom 09.09.2008, A5, in: Deutsches Ärzteblatt, Jg. 105, Heft 51-52, 22.12.2008, A-2778 / B-2358 / C-2270

Deutsches Ärzteblatt (2008): Hinweise zur Bewertung von Arztpraxen, A-2778 / B-2358 / C-2270, Jg. 105, Heft 51-52 vom 22.12.2008

Dörschell Andreas / Franken Lars / Schulte Jörn (2009): Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, IDW Verlag, Düsseldorf 2009

Dörschell Andreas / Franken Lars / Schulte Jörn (2010): Kapitalkosten 2010 für die Unternehmensbewertung: Branchenanalysen für Betafaktoren, Fremdkapitalkosten und Verschuldungsgrade, IDW-Verlag, Düsseldorf 2010

Drukarczyk Jochen (2003): Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Verlag Franz Vahlen, München

Drukarczyk Jochen (2006): Unternehmensbewertung, 6. Auflage, Verlag Vahlen, München

Drukarczyk Jochen / Schüler Andreas (2007): Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Verlag Franz Vahlen GmbH, München

Englert Joachim (1996): Die Bewertung von Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen, IDW-Verlag Düsseldorf

Enzinger Alexander (2013): Kapitalkosten und Konsistenz der Bewertungsergebnisse, Vortrag im Rahmen des „Forum Unternehmensbewertung“ des Linde Verlag vom 06.11.2013 in Wien

Ernst Dietmar / Amann Thorsten / Großmann Michael / Lump Dietlinde Flavia (2012): Internationale Unternehmensbewertung – ein Praxisleitfaden, Pearson Deutschland GmbH

Ernst Dietmar / Schneider Sonja / Thielen Bjoern (2012): Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden, 5. Auflage, Verlag Franz Vahlen GmbH, München 2012

EU-Kommission (2006): Die neue KMU-Definition, Benutzerhandbuch und Mustererklärung,

Faß Joachim (2000): Bewertung von Kleinunternehmen, in: Werte messen – Werte schaffen – Von der Unternehmensbewertung zum Shareholder-Value-Management – Festschrift für Dr. Karl-Heinz Maul zum 60. Geburtstag, Arnold Hansjörg / Englert Joachim / Eube Steffen (Hrsg.), Wiesbaden, Verlag Dr. Th. Gabler GmbH

Freygang Winfried (1993): Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen, Wiesbaden

Gleißner Werner (2010): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: Die Wirtschaftsprüfung, 63. Jg., Heft 14, S. 735-743

Gleißner Werner / Ihlau Susann (2012): Die Berücksichtigung von Risiken von nicht börsennotierten Unternehmen und KMU im Kontext der Unternehmensbewertung, in: CORPORATE FINANCE biz (2012), Heft 6 vom 10.09.2012, S. 312 – 318

Gröger Hans-Christian (2009): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Untersuchung unter Berücksichtigung der persönlichen Besteuerung der Kapitalgeber, Dissertation Universität Leipzig, Gabler GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden

Haeseler Herbert R. / Kros Franz W. (2002): Unternehmensbewertung: Grundlagen der Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen, Lexis Nexis Verlag ARD ORAC, Wien

Hamer Eberhard (1990): Mittelständische Unternehmen, Landburg, Verlag moderne industrie AG&Co Buchverlag

Hammer Benjamin / Lahmann Alexander / Schwetzler Bernhard (2013): Multiples und Beta-Faktoren für deutsche Branchen, in: CORPORATE FINANCE biz (2013): Heft 6 vom 09.09.2013, S. 351 – 354

Holzgruber Thomas / Hübner-Schwarzinger Petra / Minihold Werner (2011): Der Weg in die Ärzte-GmbH/-OG: Berufsrecht, Steuerrecht, Gesellschaftsrecht, Linde Verlag Wien, Wien

Hötten (2013): Wertermittlungsmethoden für Freiberuflerpraxen“ - Einstiegsmöglichkeiten in die Kaufpreisfindung)

Ihlau Susann / Duscha Hendrik / Gödecke Steffen (2013): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU – Planungsplausibilisierung, Steuern, Kapitalisierung, SpringerGabler, Düsseldorf

Knabe Matthias (2012): Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung. Lohmar – Köln

Knoll Leonhard / Tartler Thomas (2011): Alles hat ein Ende… - Anmerkungen zu einer mehrstufigen Diskussion in FB und CF biz, in: CORPORATE FINANCE biz, 2. Jg, Heft 7, S. 409-413

König Jan / Möller Jörg (2014): Steuerliche Bewertung von KMU und der neue Praxishinweis des IDW, in: Betriebs Berater, Heft Nr. 17/2014 vom 22.04.2014, S. 983-1006

Kruschwitz Lutz / Lodowicks Arnd / Löffler Andreas (2005): Zur Bewertung insolvenzbedrohter Unternehmen, in: DBW, S. 221 – 249

Kruschwitz Lutz / Löffler Andreas / Essler Wolfgang (2009): Unternehmensbewertung für die Praxis – Fragen und Antworten, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart

Lindenau/Spiller (2008): Beratung der Freien Berufe, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden

Löffler Christoph (2009): Die Berücksichtigung von Steuern in der Unternehmensbewertung, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele (Hrsg. Schacht Ulrich / Fackler Matthias), 2. Auflage, Gabler GWV-Fachverlage GmbH

Mandl Gerwald / Rabel Klaus (1997) – Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung, Überreuter, Graz

Markowitz Harry M. (1952): Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol. 7, No. 3

Merk Wolfgang (1999): Wettbewerbsorientiertes Management von Arztpraxen, Springer Fachmedien, Wiesbaden

Merk Wolfgang (2007): Bewertung von Arztpraxen, Zahnarztpraxen und medizinischen Versorgungszentren, in: Branchenorientierte Unternehmensbewertung (Hrsg. Drukarczyk Jochen), 2. Auflage, Vahlen Verlag, München

Merk Wolfgang (2010): Bewertung von Arztpraxen, Zahnarztpraxen und medizinischen Versorgungszentren, in: Branchenorientierte Unternehmensbewertung (Hrsg. Drukarczyk, Jochen / Ernst, Dietmar), 3. überarbeitete und erweiterte Auflage, Vahlen, München

Metz Volker (2007): Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung – Basiszinssatz und Risikozuschlag aus betriebswirtschaftlicher Sicht und aus Sicht der Rechtsprechung, Wiesbaden, Deutscher Universitäts Verlag

Moxter Adolf (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden

Neugebauer Peter (2009): Häufigkeiten der Anwendung der Methoden zur Unternehmensbewertung in Österreich - Eine empirische Erhebung

Neus Werner (1995): Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmen, Wiesbaden, Gabler Verlag

Obermaier Robert (2005): Unternehmensbewertung, Basiszinssatz und Zinsstruktur – Kapitalmarktorientierte Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes bei nicht-flacher Zinsstruktur, in: Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft Nr. 408, 2005

Österreichische Ärztezeitung (2011): Ärzte-Kooperationen: Alles ist möglich?, Nr. 10 vom 25.05.2011

Peemöller Volker H. (2012): Wert und Werttheorien in: Peemöller (Hrsg.) Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, NWB Verlag GmbH & Co. KG, Herne

Purtscher Victor (2006): Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, in: Österr. Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen, 16. Jg, Heft 4, S. 108-113

Radinger Gerhard / Heinze Wolfgang (2011): Der Beta-Faktor in der Unternehmensbewertung, CONTROLLER Magazin, Heft 6/2011, S. 48-52

Reese Raimo (2007): Schätzung von Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, Frankfurt am Main, 2007

Reese Raimo / Wiese Jörg (2007): Die kapitalmarktorientierte Ermittlung des Basiszinses für die Unternehmensbewertung, in: ZBB, 19. Jg., S. 38-52

Rosenstiel Lutz von (2000): Grundlagen der Organisationspsychologie, 4. Auflage, Stuttgart, Verlag Poeschel

Schmidt Reinhart (1984): Die Bedeutung von Unteilbarkeiten für mittelständische Unternehmen, in: Albach, H./Held, T.: Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen, Stuttgart

Schneider Christian F. (2001): Ärztliche Ordinationen und selbständige Ambulatorien, Dissertation an der Wirtschaftsuniversität Wien, Verlag Österreich

Schulz Roland (2009): Größenabhängige Risikoanpassungen in der Unternehmensbewertung, IDW Verlag GmbH, Düsseldorf

Schütte-Biastoch S. (2010): Unternehmensbewertung von KMU: Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung dominierter Bewertungsanlässe, Dissertation Leuphana Universität Lüneburg, 2010

Sewing Peter (1992): Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen, Dissertation an der Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften St. Gallen, Baden-Baden, Verlag Löw u. Vorderwülbecke

Siegel Theodor (1994): Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, in: BFuP (Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis) 1994, S. 457-476

Stellbrink Jörn (2005): Der Restwert in der Unternehmensbewertung, Baetge / Kirsch (Hrsg.), IDW Verlag GmbH, Düsseldorf

Svensson Lars (1994): Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994, Working Paper No. 579, Institute for International Economic Studies, Stockholm

Vincenti Aurelio J. F. / Keuper Frank / Brösel Gerrit (2008): Cost Reimbursement versus Flat Fee: The Impact on the Efficiency and Effectiveness of Hospitals, in: Keuper F. / Neumann F. (Hrsg.), Finance Transformation, S. 225-249, Wiesbaden

VSA (2012) – Vereinigung der öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen für Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen, bestehend aus Klock Stephan, Leuner Rolf, Nies Detlev, Scheen Christoph, Schmeisser Hans Jörg, Stabenow Hermann, Wenk Werner (2012): Modifiziertes Ertragswertverfahren bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen : gemeinsame Stellungnahme zu bewertungsrelevanten Fragen. Stand: 15.10.2012

Wallner Felix (2011): Handbuch Ärztliches Berufsrecht, LexisNexis, Wien

Winter Tanja (2009): Der Unternehmenswert von Steuerberaterkanzleien, Gabler GWV Fachverlage GmbH, 1. Auflage 2009, Wiesbaden 2009

Wossidlo, Peter Rütger (1982): Probleme und Instrumente der finanziellen Führung in mittleren Unternehmungen, BFuP, 34. Jg.

Zeidler Gernot / Tschöpel Andreas / Bertram Ingo (2012): Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise, in: Corporate Finance biz 2/2012, S. 70 – 80

Zimmermann Peter (1997): Schätzung und Prognose von Betawerten, Bad Soden/Ts., Uhlenbruch Verlag

Zwirner (2013a): Unternehmensbewertung von KMU, in: Der Betrieb, Heft 33 vom 16.8.2013, S. 1797-1802

Gesetzestexte:

Ärztegesetz (ÄrzteG) i.d.g.F.: Bundesgesetz über die Ausübung des ärztlichen Berufes und die Standesvertretung der Ärzte (Ärztegesetz 1998 – ÄrzteG 1998); StF: BGBl. I Nr. 169/1998

BMSVG i.d.g.F.: Betriebliches Mitarbeiter- und Selbständigenvorsorgegesetz – BMSVG; StF: BGBl. I Nr. 100/2002

Körperschaftsteuergesetz (KStG) i.d.g.F.: Bundesgesetz vom 7. Juli 1988 über die Besteuerung des Einkommens von Körperschaften (Körperschaftsteuergesetz 1988 - KStG 1988); StF: BGBl. Nr. 401/1988

Umgründungssteuergesetz (UmgrStG) i.d.g.F.: Bundesgesetz, mit dem abgabenrechtliche Maßnahmen bei der Umgründung von Unternehmen getroffen werden (Umgründungssteuergesetz - UmgrStG); StF: BGBl. Nr. 699/1991

Umsatzsteuergesetz (UStG) i.d.g.F.: Bundesgesetz über die Besteuerung der Umsätze (Umsatzsteuergesetz 1994 - UStG 1994); StF: BGBl. Nr. 663/1994

Unternehmensgesetzbuch (UGB) i.d.g.F.: Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch - UGB) StF: dRGBl. S 219/1897

Statistiken, Protokolle, Verträge:

Gesamtvertrag (2010a): beispielhaft der Gesamtvertrag zwischen der Österreichischer Ärztekammer und Hauptverband der österr. Sozialversicherungsträger (für die Sozialversicherung der gewerblichen Wirtschaft)

Gesamtvertrag (2010b): Gesamtvertragliche Vereinbarung zwischen der Ärztekammer für Steiermark und dem Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger vom 18.11.2010

KBV, Statista (2012): Umsätze und Überschüsse von Kassenärzten: Kassenärzte in Deutschland - Umsätze und Überschüsse nach Facharztgruppe 2011: Durchschnittliche Umsätze und Überschüsse aus kassenärztlicher Tätigkeit in Deutschland nach Facharztgruppen im ersten Halbjahr 2011, Veröffentlichung: Stern Nr. 41/2012, 04. Oktober 2012

Statistik Austria (2013a): Daten der Österreichischen Ärztekammer (Stand 02.01.2013); erstellt am 17.09.2013, Web: http://www.statistik.at/web_de/statistiken/gesundheit/gesundheitsversorgung/personal_im_gesundheitswesen/; Zugriff am 11.10.2013 17:45

Statistik Austria (2013b): Niedergelassene Ärzte und Ärztinnen 2012 nach Alter, Geschlecht und Bundesländern

Steuerberater-Daten, Statista (2012): Einnahmen und Ausgaben von Allgemeinmedizinern: Durchschnittliche Einnahmen und Ausgaben einer Allgemeinmediziner-Praxis 2011, Veröffentlichung: Stern Nr. 41/2012, 04. Oktober 2012

Zusatzprotokoll (2011): beispielhaft das Zusatzprotokoll zum Gesamtvertrag vom 01.01.2011 zwischen der Ärztekammer für Wien und dem Hauptverband der österreichischen Sozialversicherungsträger für die Wiener Gebietskrankenkasse, Niederösterreichische Gebietskrankenkasse, Betriebskrankenkasse Austria Tabak, Betriebskrankenkasse der Wiener Verkehrsbetriebe, Betriebskrankenkasse Mondi, Sozialversicherungsanstalt der Bauern

Fachgutachten, Standards und Empfehlungen von Fachkammern:

Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2012a): Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation zu Fragen der Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Unternehmensbewertung vom 18.06.2012

Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2012b): Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vom 04.10.2012

Gegenüberstellung KFS/BW1 (2013): Gegenüberstellung KFS/BW1: Entwurf vom 1.10.2013 und Fassung vom 27.2.2006

IDW S1 (2000): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Stand: 28.06.2000

IDW S1 (2002): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Stand: 28.x.2002

IDW S1 (2008): IDW i.d.F. 2008: IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Stand: 02.04.2008

KFS/BW 1 (2006): Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation am 27.02.2006)

KFS/BW 1 (2014): Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation am 26. März 2014 als Neufassung des Fachgutachtens KFS/BW 1)

KWT – Kammer der Wirtschaftstreuhänder (2013): Veröffentlichung der Basiszinssätze vom 29.11.2013, Zinssatz für Juni 2013; Zugriff am 4.12.2013

Persönliche Korrespondenz:

Glocknitzer Harald (2013): WP/StB in Wien und Mitglied des Gremiums in der Ärztekammer zur Erstellung einer einheitlichen Richtlinie zur Bewertung von Arztpraxen, persönliches Gespräch im September 2013

Rabel Klaus (2014): Expertenmeinung (E-Mail-Korrespondenz vom 01.05.2014)

Wiener Ärztekammer (2014): Persönliche Korrespondenz mit Schuh Sabine vom 23.06.2014

Internetquellen:

Börsen Zeitung (2013): http://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=312&subm=laender; Stand: 29.11.2013 10:25; Zugriff: 30.11.2013 14:20

Damodaran (2014a):
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm;
Stand: 30.01.2014, Zugriff: 30.01.2014 16:20

Damodaran (2014b):
http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html;
Stand: 30.01.2014, Zugriff: 08.02.2014 14:00

Damodaran (2014c):
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, Stand: 30.01.2014, Zugriff: 30.01.2014 15:50

Deutsche Bundesbank (2013):
http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_list_node.html?listId=www_s140_it03a, Stand: 30.12.2013; Zugriff: 05.01.2014 14:00

Finance-Magazin (2014a): http://www.finance-magazin.de/uploads/media/Finance_Multiples_Maerz_2014.pdf (Zugriff: 11.05.2014 18:50)

Finance-Magazin (2014b): http://www.finance-magazin.de/research/multiples/branchenzuordnung/ (Zugriff: 11.05.2014 19:00)

Finance-Magazin (2014c): http://www.finance-magazin.de/research/multiples/ (Zugriff: 11.05.2014 19:50)

Frankfurter Börse (2014): http://www.boerse-frankfurt.de/de/lexikon/c/cdax+626 (Zugriff 11.05.2014 20:00)

Hauptverband der Sozialversicherung (2014): https://www.sozialversicherung.at/portal27/portal/esvportal/channel_content/cmsWindow?action=2&p_menuid=4645&p_tabid=6; Zugriff: 29.03.2014 14:15

IHK Saarbrücken / IHK Hannover (2013): Unternehmensbewertung kleiner Unternehmen, Schriften und Arbeitspapiere, Nr. 202/13, Stand: April 2013, Web: http://www.ihk-nuernberg.de/de/media/PDF/Standortpolitik-und-Unternehmensfoerderung/Gruendungs-und-Unternehmensfoerderung/unternehmensbewertung-fuer-kleinstunternehmen_202-11.pdf, Zugriff: 03.10.2013

Kassenärztliche Bundesvereinigung (2011): Berechnungshilfe zur Bewertung von Arztpraxen, Web: http://www.kbv.de/html/themen_4589.php; Zugriff: 10.11.2013

Österreichische Ärztekammer (2013): 20.06.2013 Ärztekammer befürchtet Ärztemangel: http://www.aerztekammer.at/news3/-/asset_publisher/t4Hd/content/id/2531607, Zugriff: 09.05.2014

Schmid-Domin (2012): Ermittlung des Goodwill nach der Ärztekammermethode, Web: http://www.bewertung-arztpraxen.de/pdf/ermittlung_des_goodwill_nach_der_aerztekammermethode.pdf; Zugriff: 13.11.2013 17:00

Siart (2002): Auswirkung der OGH Rechtsprechung auf den Praxiswert, S. 3, Web: http://www.siart.at/wp-content/uploads/2012/11/praxisabloese.pdf; Zugriff: 11.01.2014

Springer Media (2012): Radiologen: Wartezeiten schaden Volkswirtschaft, vom 25.01.2012, Quelle: http://www.springermedizin.at/artikel/25867-radiologen-wartezeiten-schaden-volkswirtschaft, Zugriff: 06.04.2014 15:30

Universität Zürich (2014): Institute of Banking and Finance (financewiki); http://www.bf.uzh.ch/financewiki/index.php/Asset_Beta; Stand: 31.01.2014 14:55; Zugriff: 31.01.2014 14:55

Wollny (2014b): http://www.wollnywp.de/unternehmensbewertung/betafaktoren-und-kapitalkosten/; Zugriff: 30.01.2014 21:45

Wollny WP (2014a): http://www.wollnywp.de/wp-content/uploads/2014/01/Branchenbetas_12-2013_free.pdf; Zugriff: 30.01.2014 22:50

Anhang

Kurzfassung

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Bewertung von Arztpraxen anhand des modifizierten Ertragswertverfahrens, sowie des Multiplikatorverfahrens. Eingangs werden die verschiedenartigsten Anlässe, die für eine Bewertung zutreffen können, erläutert. Ebenso werden die unterschiedlichen Funktionen, die ein Bewerter einnehmen kann, aufgezeigt.

In einem weiteren Schritt werden die Besonderheiten von Arztpraxen aufgezeigt und in drei Bereiche gegliedert: “Unternehmen” von öffentlichem Interesses, Klein- und Mittelbetriebe, sowie freiberufliche Praxen.

„Unternehmen“ von öffentlichem Interesse fehlt es an der Möglichkeit an der Börse zu notieren, jedoch besteht eine Sicherheit in Bezug auf die Einnahmen. Diese Gewissheit wird durch folgende Parameter garantiert: für medizinische Leistungen besteht eine sichere Nachfrage, die Konkurrenz unter den Ärzten wird tendenziell weniger und die Krankenkassen bieten sichere Einnahmen für Vertragsarztpraxen. Neben der fehlenden Börsennotierung und der Sicherheit der Einnahmen bestehen auch Markteintrittsschranken – einerseits durch eine notwendige Berufsbefugnis, andererseits durch die Regelung von Krankenkassen-Planstellen durch die Ärztekammer.

Neben dem öffentlichen Interesse ist die Arztpraxis aber vor allem auch eine freiberufliche Praxis mit all ihren Besonderheiten. Besondere Bedeutung erhält die Person des Arztes. Der Arzt ist die Schlüsselfigur im „Unternehmen“ Arztpraxis. Damit einher gehen eine starke Personenbezogenheit der Umsätze, sowie eine begrenzte Lebensdauer der freiberuflichen Praxis.

Eine weitere Besonderheit ist die größenmäßige Einordnung der Arztpraxis als Klein- oder Mittelbetrieb. Mit dieser Einreihung gelten für Arztpraxen dieselben Charakteristika wie für andere Klein- und Mittelbetriebe. Eigentum und Unternehmensführung sind in ein und derselben Person verwurzelt; familiäre Einflüsse des Arztes wirken auch auf die Arztpraxis; Privat- und Betriebsvermögen

lassen sich schwer abgrenzen; der Arzt ist schlecht bis gar nicht diversifiziert; der Arzt hat eingeschränkte Möglichkeiten sich Kapital zu beschaffen. Ebenso ist eine Führung des Controllings nicht verpflichtend, was wiederum zu Planungslücken führt.

Nach der Erarbeitung der Besonderheiten von Arztpraxen werden für die Bewertung der Arztpraxis das modifizierte Ertragswertverfahren und die jeweiligen Komponenten erarbeitet. Hierzu werden die theoretischen Grundlagen der Unternehmensbewertung an die Bedürfnisse von Arztpraxen angepasst. Möglichkeiten der Wahl des Planungszeitraumes werden aufgezeigt und erörtert. Ebenso werden Ansätze für die Planung des Cash-Flows und des Diskontierungsfaktors aufgezeigt. Neben den theoretischen Grundlagen für den Einbezug einzelner Komponenten des Diskontierungsfaktors, wie Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Beta-Faktor, Steuern, Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten und weiterer Zu- und Abschläge, sollen praktische Ansätze und Bezugsquellen aufgezeigt werden.

In einem weiteren Abschnitt soll ein weiteres, stark vereinfachtes, Verfahren für die Plausibilisierung des Praxiswertes aufgezeigt werden: das Multiplikatorverfahren. Verschiedenste Erfahrungssätze werden aufgezeigt und gegenübergestellt.

Die vorliegende Arbeit wird durch ein Praxisbeispiel, welches alle in den vorherigen Kapiteln erarbeiteten und erläuterten Komponenten verbindet, abgerundet.

Abstract

This master thesis deals with the evaluation of medical practices according to the modified discounted cash flow method, as well as the multiples approach. At the beginning several reasons of evaluation are illustrated and several roles of the evaluator are pinpointed.

In a next step the specialties of medical practices are disclosed and separated in three spheres: “enterprises” of public interest, small and medium enterprises, freelance professionals.

First, medical practices are „enterprises“ of public interest. On the one hand medical practices are not allowed to go public and be listed on the stock exchange; on the other hand there exists a security of revenues. This security is given through barriers to entry: by job authorization and by the regulation of the health insurance company.

Beside the public interest, the medical practice is a freelance professional practice with all its specialties. A special meaning has the doctor itself. The medical practitioner is the central figure of the medical practice and the revenues are heavily individual-related. Furthermore the endurance of the medical practice is restricted.

Another specialty is that medical practices are classified as small and medium enterprises. Thus the same characteristics as for other small and medium enterprises apply to medical practices as well. Ownership and management are combined in one person; influences from the doctor’s family affect the medical practice as well; the doctor is diversified very badly; the doctor’s financing possibilities are restricted. As a controlling “department” is not obligatory, planning gaps are the results.

In the following chapter the focus is on the modified discounted cash flow method and its components. The theoretical basis for company valuation are therefore adapted to the requirements of medical practices. Possibilities of choosing the planning period are shown and discussed. As well approaches for planning the cash flows and the discount rate are illustrated. Beside the theoretical base for implementing elements of the discount rate, e.g. the base rate, the market risk premium, the beta factor, taxes, the consideration of bankruptcy likelihoods, another

additions and deductions, practical approaches and data sources should be identified.

In the next chapter another, heavy simplified, approach for making a plausibility check is shown: the multiples approach. Several empirical judgments are illustrated and compared.

This master thesis is completed by showing a practical example according to the previously developed chapters.

Lebenslauf

Angaben zur Person

Name:	Elisabeth Diem
Wohnadresse:	Pfalzauerstraße 1a/2/14 3021 Pressbaum
E-Mail:	elisabeth.diem@gmx.at
Geburtsdatum:	15.02.1987
Geburtsort:	2130 Mistelbach
Staatsangehörigkeit:	Österreich

Wissenschaftliche Arbeiten

Die Anwendung der International Financial Reporting Standards in Österreichs Banken - Empirische Analyse zum aktuellen Stand in der Praxis, Seminararbeit im Rahmen des Seminars „BWL“, Juni 2008, FH-Studiengang „Bank- und Finanzwirtschaft“ an der FH des bfi Wien, Wien, Gemeinschaftsseminararbeit mit: Bernhard Aglas, Christoph Baumgartner, Florian Butter, Matthias Feichtinger, Martin Gschwendtner, Jürgen Höblinger, Michael Kammlander, Julia Kossowski, Cornelia Kröpfl, Matthias Kurz, Nan Li, Ledian Miha, Betreuerin: Dr. Stefanie Messner

Kredite von Privat zu Privat - realistisches Zukunftsszenario oder chancenloses Finanzierungsmodell?, Seminararbeit im Rahmen des Seminars „Bankwirtschaft – Kundengeschäft“, November 2008, FH-Studiengang „Bank- und Finanzwirtschaft“ an der FH des bfi Wien, Wien, Betreuer: Mag. (FH) Herbert Prutky

Effective vs. nominal tax rates and their effect in valuation, Seminararbeit im Rahmen des Seminars “Banking and Finance”, Dezember 2008, FH-Studiengang „Bank- und Finanzwirtschaft“ an der FH des bfi Wien, Wien, Gemeinschaftsseminararbeit mit: Cornelia Kröpfl, Betreuer: Dr. Schwaiger Markus

Ansatz- und Folgebilanzierung des Geschäfts- und Firmenwerts nach IFRS 3 und IAS 36 – Eine Herausforderung für die Unternehmenspraxis, Seminararbeit im Rahmen des Seminars zur Kernfachkombination Externe Unternehmensrechnung „Ausgewählte Fragen der internationalen Rechnungslegung und Abschlussanalyse“, November 2011, Universität Wien, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Externes Rechnungswesen, Wien, Gemeinschaftsseminararbeit mit: Katrin Neugebauer, Betreuer: Gastprofessor Dr. Henning Zülch, Prof. Dr. Otto A. Altenburger

(Gemeinnützige) Vereine – Besonderheiten der Rechnungslegung und Prüfung in Österreich, Seminararbeit im Rahmen des Seminars zur Kernfachkombination Revision, Steuern und Treuhand, Juni 2012, Universität Wien, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Externes Rechnungswesen, Wien, Gemeinschaftsseminararbeit mit: Christine Pfeiffer, Betreuer: Prof. Dr. Otto A. Altenburger

Bildungsweg

Name der Bildungseinrichtung:	**Universität Wien**
Zeitraum:	Oktober 2010 bis dato
Studiengang:	Masterstudium Betriebswirtschaftslehre
Spezialisierung:	Externe Unternehmensrechnung; Revision, Steuern und Treuhand

Name der Bildungseinrichtung:	**Fachhochschule des bfi Wien**
Zeitraum:	Oktober 2006 bis September 2009
Studiengang:	Bank- und Finanzwirtschaft
Spezialisierung:	Corporate Finance; Betriebswirtschaftslehre
Abschluss:	Bachelor of Arts in Business (BA)

Name der Bildungseinrichtung:	**Bundeshandelsakademie Mistelbach**
Zeitraum:	September 2001 bis Juni 2006
Fachrichtung:	Digital Business (Informationstechnologie)

Abschluss:	Reifeprüfung
Name der Bildungseinrichtung:	**Hauptschule Zistersdorf**
Zeitraum:	September 1997 bis Juni 2001
Name der Bildungseinrichtung:	**Volksschule Zistersdorf**
Zeitraum:	September 1993 bis Juni 1997

Berufserfahrung

Name und Adresse des Arbeitgebers:	**Glocknitzer Hollenthoner Steuerberatung GmbH & Co KG**, 1050 Wien
Tätigkeitsbereich:	Berufsanwärterin Steuerberatung
Zeitraum:	April 2012 bis dato
Name und Adresse des Arbeitgebers:	**laDente – Dentalvertrieb Wilfried Laengle,** 1090 Wien und **Appartements Laengle,** 6764 Lech am Arlberg
Tätigkeitsbereich:	Büroassistenz
Name und Adresse des Arbeitgebers:	**Nika Wirtschafts- und Steuerberatungs GmbH Wien**, 1010 Wien
Tätigkeitsbereich:	Berufsanwärterin Steuerberatung
Zeitraum:	Februar 2011 bis April 2012
Name und Adresse des Arbeitgebers:	**Raiffeisen Centrobank AG**, 1015 Wien
Tätigkeitsbereich:	Bankangestellte im Bereich Limit Management & Backoffice Credit/Private Banking
Zeitraum:	Mai 2008 bis Februar 2011
Name und Adresse der Arbeitgeber:	**Bank Austria Creditanstalt AG**, Wien (Filiale Eßling)

	BAWAG P.S.K. Invest AG, Wien (Abteilung Midoffice und Riskcontrolling) **Opel Austria Powertrain GmbH**, 1220 Wien (Buchhaltung, Einkauf, Werk F17) **Raiffeisen Centrobank AG**, 1015 Wien (Wertpapier Backoffice)
Tätigkeitsbereich:	Diverse Ferialpraktika
Zeitraum:	In den Sommermonaten August 2003, Juli und August 2004, Juli und August 2005, Juli und September 2006, Juli, August und September 2007