

## 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)*

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
<b>1. Vorbemerkungen .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Grundlagen.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Bewertungsobjekt.....</b>	<b>4</b>
<b>2.2. Bewertungssubjekt.....</b>	<b>5</b>
<b>2.3. Bewertungsverfahren .....</b>	<b>5</b>
<b>2.4. Bewertungsanlässe .....</b>	<b>5</b>
<b>2.5. Bewertungszwecke und Funktionen des Wirtschaftstreuhänders.....</b>	<b>5</b>
2.5.1. Bewertungszwecke.....	5
2.5.2. Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts .....	6
2.5.3. Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts.....	6
2.5.4. Ermittlung eines Schiedswerts.....	6
2.5.5. Funktionen des Wirtschaftstreuhänders.....	7
<b>3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten.....</b>	<b>7</b>
<b>3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks .....</b>	<b>7</b>
<b>3.2. Stichtagsprinzip.....</b>	<b>7</b>
<b>3.3. Betriebsnotwendiges Vermögen .....</b>	<b>7</b>
<b>3.4. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....</b>	<b>7</b>
<b>3.5. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen.....</b>	<b>8</b>
<b>4. Bewertung mit Diskontierungsverfahren .....</b>	<b>8</b>
<b>4.1. Grundlagen .....</b>	<b>8</b>
4.1.1. Anwendung des Ertragswert- oder eines DCF-Verfahrens .....	8
4.1.2. Brutto- und Nettoverfahren .....	8
<b>4.2. DCF-Verfahren .....</b>	<b>8</b>
4.2.1. Grundsätzliches.....	8
4.2.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz).....	9
4.2.2.1. Ermittlung der Free Cash-Flows .....	9
4.2.2.2. WACC-Verfahren .....	9
4.2.2.3. APV-Verfahren .....	10
4.2.3. Equity-Ansatz .....	11
<b>4.3. Ertragswertverfahren.....</b>	<b>11</b>
<b>4.4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse .....</b>	<b>11</b>
4.4.1. Planung der finanziellen Überschüsse.....	11

4.4.1.1.	Überblick.....	11
4.4.1.2.	Informationsbeschaffung.....	12
4.4.1.3.	Vergangenheitsanalyse.....	12
4.4.1.4.	Planung (Phasenmethode).....	12
4.4.1.5.	Plausibilitätsbeurteilung der Planung.....	14
4.4.1.6.	Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung.....	14
4.4.2.	Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts.....	15
4.4.2.1.	Unternehmenskonzept.....	15
4.4.2.2.	Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen.....	16
4.4.2.3.	Managementfaktoren.....	16
4.4.2.4.	Berücksichtigung von Ertragsteuern.....	16
4.4.2.5.	Synergieeffekte.....	17
4.4.3.	Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts.....	17
4.4.3.1.	Unternehmenskonzept.....	17
4.4.3.2.	Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen.....	17
4.4.3.3.	Managementfaktoren.....	17
4.4.3.4.	Berücksichtigung von Ertragsteuern.....	18
4.4.3.5.	Synergieeffekte.....	18
<b>4.5.</b>	<b>Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse.....</b>	<b>18</b>
4.5.1.	Grundlagen.....	18
4.5.2.	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts.....	18
4.5.2.1.	Berücksichtigung des Risikos.....	18
4.5.2.2.	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber.....	19
4.5.3.	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts.....	20
4.5.4.	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber.....	20
4.5.5.	Wachstum in der Rentenphase.....	20
<b>4.6.</b>	<b>Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsverfahren.....</b>	<b>20</b>
<b>5.</b>	<b>Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren.....</b>	<b>21</b>
5.1.	Konzept.....	21
5.2.	Auswahl der Bezugsgrößen.....	21
5.3.	Ermittlung und Anwendung der Multiplikatoren.....	22
<b>6.</b>	<b>Liquidationswert.....</b>	<b>23</b>
<b>7.</b>	<b>Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen.....</b>	<b>23</b>
7.1.	Wachstumsunternehmen.....	23
7.2.	Ertragsschwache Unternehmen.....	23
7.3.	Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag.....	24
7.4.	Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen.....	24
7.5.	Kleine und mittlere Unternehmen.....	24
7.5.1.	Kennzeichen.....	24
7.5.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts.....	25
7.5.3.	Bestimmung des Unternehmerlohns.....	25
7.5.4.	Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten.....	25
<b>8.</b>	<b>Bewertung von Unternehmensanteilen.....</b>	<b>26</b>
<b>9.</b>	<b>Dokumentation und Berichterstattung.....</b>	<b>26</b>
9.1.	Dokumentation des Auftrags.....	26
9.2.	Arbeitspapiere.....	27

<b>9.3. Vollständigkeitserklärung .....</b>	<b>27</b>
<b>9.4. Bewertungsgutachten .....</b>	<b>27</b>
<b>Anlage: Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewer-</b>	
<b>tungen .....</b>	<b>28</b>

## **1. Vorbemerkungen**

- (1) Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat nach eingehenden Beratungen am 26. März 2014 das vorliegende Fachgutachten beschlossen, welches das Fachgutachten KFS/BW 1 vom 27. Februar 2006 ersetzt. Das vorliegende Fachgutachten ist auf Bewertungen anzuwenden, die nach dem 30. Juni 2014 erstattet werden. Eine frühere Anwendung ist zulässig.
- (2) Dieses Fachgutachten legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftstreuhänder Unternehmen bewerten. Dem Fachsenat war es ein Anliegen, die derzeit international gängigen Methoden sowie die Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen zu berücksichtigen.
- (3) Der Fachsenat verweist darauf, dass es sich bei diesem Fachgutachten um allgemeine Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten handelt. Diese Grundsätze können nur den Rahmen festlegen, in dem die fachgerechte Problemlösung im Einzelfall liegen muss. Die Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode sowie Abweichungen von den vorgegebenen Grundsätzen liegen in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhänders.
- (4) Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten, bleiben insoweit von diesem Fachgutachten unberührt.
- (5) Die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation gibt Empfehlungen zu Fragen der Unternehmensbewertung von allgemeiner Bedeutung ab.

## **2. Grundlagen**

### **2.1. Bewertungsobjekt**

- (6) Bewertungsobjekt (Gegenstand der Unternehmensbewertung) ist ein Unternehmen. Unter einem Unternehmen wird eine als Gesamtheit zu betrachtende wirtschaftliche Einheit verstanden. In der Regel ist das ein rechtlich abgegrenztes Unternehmen, es kann aber auch ein Unternehmensverbund, eine Betriebsstätte, ein Teilbetrieb oder eine strategische Geschäftseinheit sein.
- (7) Die wirtschaftliche Einheit muss selbständig geführt werden können, dh dass sie in ihren Beziehungen zum Beschaffungs- und Absatzmarkt und bei ihrer Leistungserstellung nicht der Eingliederung in einen anderen Betrieb bedarf. Teilbereiche der wirtschaftlichen Einheit (zB Beschaffung, Absatz, Forschung und Organisation), die für sich allein keine finanziellen Überschüsse erzielen, sind kein Bewertungsobjekt. Der Wert der wirtschaftlichen Einheit ergibt sich daher nicht aus dem Wert der einzelnen Faktoren, sondern aus dem Zusammenwirken aller Faktoren.
- (8) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

## **2.2. Bewertungssubjekt**

- (9) Unternehmen sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte bezeichnet.

## **2.3. Bewertungsverfahren**

- (10) Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsverfahren gehen davon aus, dass der Unternehmenswert unter Zugrundelegung ausschließlich finanzieller Ziele zu bestimmen ist.
- (11) Bei Diskontierungsverfahren ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert finanzieller Überschüsse, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden. Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem Diskontierungssatz, der der Renditeforderung der Kapitalgeber entspricht. Zu den Diskontierungsverfahren zählen die Discounted Cash-Flow-Verfahren (siehe Rz (34) ff) und das Ertragswertverfahren (siehe Rz (48) ff).
- (12) Bei Marktpreis-orientierten Verfahren (Multiplikatorverfahren) wird der Unternehmenswert als potentieller Marktpreis unter Anwendung von Multiplikatoren ermittelt, die aus Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen oder Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen abgeleitet werden oder Erfahrungssätzen entsprechen (siehe Rz (118) ff).
- (13) Die Untergrenze für den Unternehmenswert bildet der Liquidationswert (siehe Rz (132) f), sofern der Liquidation nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

## **2.4. Bewertungsanlässe**

- (14) Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind vielfältig. Bewertungen können aufgrund rechtlicher Vorschriften, aufgrund vertraglicher Vereinbarungen oder aus sonstigen Gründen erfolgen. Als Beispiele seien genannt:

Erwerb und Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensanteilen, Ein- und Austritt von Gesellschaftern in ein bzw aus einem Unternehmen, Umgründung (Verschmelzung, Umwandlung, Einbringung, Zusammenschluss, Realteilung und Spaltung), Abfindung, Börseneinführung, Privatisierung, Erbteilung, Feststellung von Pflichtteilsansprüchen, Enteignung, Kreditwürdigkeitsprüfung, Sanierung, wertorientierte Vergütung von Managern.

## **2.5. Bewertungszwecke und Funktionen des Wirtschaftstreuhanders**

### **2.5.1. Bewertungszwecke**

- (15) Aus der Gesamtheit der in der Realität vorkommenden Bewertungsanlässe können für die Praxis des Wirtschaftstreuhanders folgende bedeutsame Zwecksetzungen abgeleitet werden:
- a) Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts
  - b) Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts
  - c) Ermittlung eines Schiedswerts

### **2.5.2. Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts**

- (16) Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt. Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach den für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.
- (17) Die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist zu beurteilen. Dies kann ua durch Anwendung eines Multiplikatorverfahrens erfolgen. Notieren Anteile am zu bewertenden Unternehmen an einer Börse oder liegen für das zu bewertende Unternehmen Informationen über realisierte Transaktionspreise in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag vor, ist die Plausibilität des Bewertungsergebnisses durch eine Analyse dieser Börsenkurse oder Transaktionspreise zu beurteilen. Führt die Plausibilitätsbeurteilung zu wesentlichen Abweichungen vom Bewertungsergebnis auf Basis eines Diskontierungsverfahrens, sind die Abweichungen zu analysieren und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses zu würdigen.
- (18) Bei sehr kleinen Unternehmen kann der objektivierte Unternehmenswert vereinfachend durch die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden, wenn sich über die auf das Bewertungsobjekt anzuwendenden Erfahrungssätze eine feste allgemeine Verkehrsauffassung gebildet hat und die Anwendung dieser Erfahrungssätze nach der Einschätzung des Wirtschaftstreuhänders mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Wertermittlung darstellt. Als sehr kleine Unternehmen gelten solche, die die Buchführungsgrenze des § 189 Abs 1 Z 2 UGB nicht überschreiten.

### **2.5.3. Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts**

- (19) Der subjektive Unternehmenswert ist ein Entscheidungswert und wird mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt. In ihn fließen die subjektiven Vorstellungen und persönlichen Verhältnisse sowie sonstige Gegebenheiten (zB Synergieeffekte) des Bewertungsobjekts ein. Für einen potentiellen Käufer bzw Verkäufer soll dieser Wert die relevante Preisober- bzw Preisuntergrenze aufzeigen. Die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist unter sinngemäßer Anwendung der in Rz (17) festgelegten Grundsätze zu beurteilen. Rz (18) ist sinngemäß anzuwenden.

### **2.5.4. Ermittlung eines Schiedswerts**

- (20) Der Schiedswert wird in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wertvorstellungen der Parteien ausschließlich nach sachlichen Gesichtspunkten festgestellt oder vorgeschlagen. Indem er die Investitionsalternativen und die persönlichen Verhältnisse der Bewertungsobjekte in angemessenem Umfang einbezieht, stellt der Schiedswert einen fairen und angemessenen Interessenausgleich zwischen den betroffenen Bewertungsobjekten dar.

### **2.5.5. Funktionen des Wirtschaftstreuhanders**

- (21) Der Wirtschaftstreuhanders kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters/Vermittlers tätig werden.

## **3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten**

### **3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks**

- (22) Da mit einem Bewertungsanlass unterschiedliche Bewertungszwecke verbunden sein können, ist die Aufgabenstellung für die Unternehmensbewertung allein aus dem mit der Bewertung verbundenen Zweck abzuleiten. Dieser bestimmt die Vorgangsweise bei der Unternehmensbewertung, insbesondere die Auswahl des geeigneten Bewertungsverfahrens und die Annahmen hinsichtlich Planung und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse. Eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung setzt daher voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung der Bewertungszweck und die Funktion, in der der Wirtschaftstreuhanders tätig wird, festgelegt werden.

### **3.2. Stichtagsprinzip**

- (23) Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Bewertungsstichtag ist jener Zeitpunkt, für den der Wert des Unternehmens festgestellt wird; er ergibt sich aus dem Auftrag oder aus vertraglichen oder rechtlichen Regelungen. Ab diesem Zeitpunkt sind die finanziellen Überschüsse in die Unternehmensbewertung einzubeziehen.
- (24) Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts sind alle für die Wertermittlung beachtlichen Informationen, die bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können, zu berücksichtigen. Änderungen der wertbestimmenden Faktoren zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Abschluss der Bewertung sind nur dann zu berücksichtigen, wenn ihre Wurzel vor dem Bewertungsstichtag liegt.

### **3.3. Betriebsnotwendiges Vermögen**

- (25) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit der immateriellen und materiellen Gegenstände sowie Schulden, die dem Unternehmen für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen.
- (26) Dem Substanzwert, verstanden als Rekonstruktionszeitwert (Vermögen abzüglich Schulden) des betriebsnotwendigen Vermögens, kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

### **3.4. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

- (27) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (zB betrieblich nicht genutzte Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).
- (28) Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt grundsätzlich zum Barwert der daraus resultierenden künftigen finanziellen Überschüsse. Untergrenze ist der Liquidationswert.

### **3.5. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen**

- (29) Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts hat eine Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen grundsätzlich zu unterbleiben. Eine Berücksichtigung derartiger Faktoren ist nur dann geboten, wenn sich dies aus rechtlichen Vorgaben für den Bewertungsanlass oder aus dem Auftrag ergibt, etwa bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts.
- (30) Transaktionskosten sind Kosten in Verbindung mit dem Kauf bzw Verkauf des Unternehmens, zB Verkehrsteuerbelastungen bei der Übernahme von Grundstücken. Zu den transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen zählen insbesondere Ertragsteuerersparnisse aus einem erhöhten Abschreibungspotential aus aufgedeckten stillen Reserven und Firmenwertkomponenten bzw Ertragsteuerbelastungen aus einem Veräußerungsgewinn.

## **4. Bewertung mit Diskontierungsverfahren**

### **4.1. Grundlagen**

#### **4.1.1. Anwendung des Ertragswert- oder eines DCF-Verfahrens**

- (31) Das Ertragswertverfahren und die DCF-Verfahren (Discounted Cash-Flow-Verfahren) beruhen insoweit auf der gleichen konzeptionellen Grundlage, als sie den Unternehmenswert als Barwert künftiger finanzieller Überschüsse ermitteln (Kapitalwertkalkül). Diese Verfahren werden als Diskontierungsverfahren bezeichnet. Sie eignen sich zur Bestimmung sowohl von objektivierten als auch von subjektiven Unternehmenswerten.

#### **4.1.2. Brutto- und Nettoverfahren**

- (32) Bei den Bruttoverfahren (Entity-Ansatz) wird vorerst der Wert des Gesamtkapitals aus der Sicht der Eigen- und Fremdkapitalgeber bestimmt. Danach wird durch Abzug des Marktwerts des verzinslichen Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals ermittelt. Zu den Bruttoverfahren gehören das WACC-Verfahren (Weighted Average Cost of Capital-Verfahren) und das APV-Verfahren (Adjusted Present Value-Verfahren) als Varianten der DCF-Verfahren.
- (33) Bei den Nettoverfahren wird der Wert des Eigenkapitals direkt durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse (Flows to Equity) ermittelt. Zu den Nettoverfahren gehören das Ertragswertverfahren und der Equity-Ansatz als Variante der DCF-Verfahren.

### **4.2. DCF-Verfahren**

#### **4.2.1. Grundsätzliches**

- (34) Bei Anwendung von DCF-Verfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung von Cash-Flows ermittelt, die je nach Verfahren unterschiedlich definiert werden. DCF-Verfahren werden im Allgemeinen zur Bewertung von Kapitalgesellschaften herangezogen. Im Folgenden wird daher auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften abgestellt. Dabei wird es in der Regel als zulässig erachtet, vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sowohl bei den zu diskontierenden Cash-Flows als auch im Diskontierungssatz zu verzichten (vgl Rz (84)).

- (35) Die Anwendung von DCF-Verfahren erfordert Informationen bzw Annahmen über die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkosten) sowie über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts.

#### 4.2.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz)

##### 4.2.2.1. Ermittlung der Free Cash-Flows

- (36) Bei den Bruttoverfahren wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung von Free Cash-Flows ermittelt. Die Free Cash-Flows werden unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung berechnet. Aus einer integrierten Planungsrechnung, die explizite Annahmen über die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals enthält, lässt sich der Free Cash-Flow indirekt wie folgt errechnen:

	Unternehmensrechtliches Jahresergebnis
+	Fremdkapitalzinsen
-	Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
=	Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragsteuern
+/-	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/-	Bildung/Auflösung langfristiger Rückstellungen und sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge
-/+	Erhöhung/Verminderung des Nettoumlaufvermögens (ohne kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten)
-/+	Cash-Flow aus Investitionen/Desinvestitionen
=	Free Cash-Flow (FCF)

- (37) Da die Free Cash-Flows unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung ermittelt werden, sind – ausgehend vom unternehmensrechtlichen Jahresergebnis – zunächst die Fremdkapitalzinsen hinzuzurechnen und die mit der steuerlichen Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen verbundene Steuerersparnis (Tax Shield) abzuziehen.

##### 4.2.2.2. WACC-Verfahren

- (38) Beim WACC-Verfahren wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung der Free Cash-Flows mit dem WACC ermittelt. Der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.
- (39) Der WACC ist ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber) und Fremdkapitalkosten (Renditeforderung der Fremdkapitalgeber). Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital. Die Fremdkapitalkosten sind um die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung zu vermindern, weil diese Steuerersparnis im Free Cash-Flow nicht berücksichtigt wird. Zur Ermittlung der dem Verschuldungsgrad entsprechenden Eigenkapitalkosten wird auf die Ausführungen in Rz (107) verwiesen.
- (40) Der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals entspricht bei marktkonformer Verzinsung in der Regel dem Nominalwert des Fremdkapitals. Wird das Fremdkapital niedriger oder höher verzinst, als es dem Marktzins entspricht, ergibt sich der

Marktwert des Fremdkapitals aus den mit dem Marktzins diskontierten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber.

- (41) Werden die Free Cash-Flows auf der Grundlage einer integrierten Unternehmensplanung ermittelt, führt die Planung bzw Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung (autonome Finanzierungspolitik) in der Regel dazu, dass der Verschuldungsgrad in der Detailplanungsphase von Periode zu Periode schwankt, sodass sowohl der WACC im Zeitablauf nicht konstant bleibt als auch periodenspezifische Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw des Beta-Faktors (vgl Rz (103) ff) aufgrund des sich ändernden Kapitalstrukturrisikos notwendig werden.
- (42) Eine vereinfachte Anwendung des WACC-Verfahrens besteht darin, eine im Zeitablauf konstante Kapitalstruktur (Zielkapitalstruktur) auf Basis von Marktwerten vorzugeben, sodass auch der WACC im Zeitablauf konstant bleibt. Mit der Annahme einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur wird implizit unterstellt, dass der Bestand an verzinslichem Fremdkapital bei einer Änderung des Marktwerts des Gesamtkapitals im Zeitablauf entsprechend angepasst wird (wertorientierte Finanzierungspolitik). Um die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik beurteilen zu können, hat der Wirtschaftstreuhänder die im Zeitablauf implizit unterstellten Anpassungen der Bestände des verzinslichen Fremdkapitals sowie die aus dieser Finanzierungspolitik resultierenden Flows to Equity für die einzelnen Perioden zu ermitteln und in seinem Bericht offenzulegen. Die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik ist auf dieser Grundlage durch den Wirtschaftstreuhänder zu beurteilen.

#### 4.2.2.3. APV-Verfahren

- (43) Nach dem APV-Konzept wird zunächst unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung der Marktwert des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens ermittelt. Dazu werden die Free Cash-Flows mit den Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens diskontiert. Der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens wird um die durch die Verschuldung bewirkten diskontierten Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen (Tax Shields) erhöht. Die Summe aus Marktwert des unverschuldeten Unternehmens und Wertbeitrag der Tax Shields ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals. Nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value).

$$\begin{aligned} & \text{Barwert der Free Cash-Flows bei Diskontierung mit } r(\text{EK})_u \\ & + \text{ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens } \\ & = \text{ Marktwert des unverschuldeten Unternehmens} \\ & + \text{ Marktwertenerhöhung durch Fremdfinanzierung (Wertbeitrag der Tax Shields) } \\ & = \text{ Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens} \\ & - \text{ Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals } \\ & = \text{ Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value)} \end{aligned}$$

$r(\text{EK})_u$  = Eigenkapitalkosten für das unverschuldete Unternehmen

- (44) Die Marktwertenerhöhung durch Fremdfinanzierung (Wertbeitrag der Tax Shields) wird durch Diskontierung der Steuerersparnisse aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shields) ermittelt. Zur Diskontierung der Tax Shields ist ein risikoadäquater Zinssatz zu verwenden. Die diesbezüglich getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten zu erläutern und zu begründen.
- (45) Beim APV-Verfahren werden die Free Cash-Flows unabhängig von der Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens mit den Eigenkapitalkosten für das

unverschuldete Unternehmen diskontiert, sodass das Erfordernis der Verwendung periodenspezifischer Diskontierungssätze entfällt. Allerdings müssen die Eigenkapitalkosten für das unverschuldete Unternehmen bekannt sein bzw mittels Anpassungsformeln aus den auf dem Markt erhobenen Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen abgeleitet werden.

#### 4.2.3. Equity-Ansatz

(46) Beim Equity-Ansatz werden die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse (Flows to Equity) mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen diskontiert.

(47) Ausgehend vom Free Cash-Flow lässt sich der Flow to Equity wie folgt ermitteln:

Free Cash-Flow (FCF)
- Fremdkapitalzinsen
+ Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
+/- Erhöhung/Verminderung des verzinslichen Fremdkapitals
= Flow to Equity (FTE)

Der Flow to Equity entspricht den im Rahmen der integrierten Unternehmensplanung ermittelten Zahlungsströmen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Eigenkapitalgebern.

#### 4.3. Ertragswertverfahren

(48) Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse ermittelt.

(49) Bei identen Annahmen betreffend die finanziellen Überschüsse und die Ableitung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber entspricht das Ertragswertverfahren dem Equity-Ansatz der DCF-Verfahren.

(50) Anders als bei den DCF-Verfahren, bei denen die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber stets kapitalmarktorientiert abgeleitet wird, kann der Diskontierungssatz beim Ertragswertverfahren auch auf Basis der individuellen Verhältnisse oder Vorgaben des Bewertungsobjekts festgelegt werden. Die Festlegung des Diskontierungssatzes auf Basis von individuellen Verhältnissen oder Vorgaben führt zur Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (siehe dazu Rz (113)).

#### 4.4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse

##### 4.4.1. Planung der finanziellen Überschüsse

###### 4.4.1.1. Überblick

(51) Die Planung der finanziellen Überschüsse stellt ein zentrales Element jeder Unternehmensbewertung dar. Sie erfordert eine umfangreiche Informationsbeschaffung und darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen und ist durch Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich ihrer Angemessenheit und Widerspruchsfreiheit zu überprüfen.

#### **4.4.1.2. Informationsbeschaffung**

- (52) Grundsätzlich sind alle Informationen zu erheben, die für die Planung der finanziellen Überschüsse des Unternehmens von Bedeutung sind. Dazu gehören in erster Linie zukunftsbezogene unternehmens- und marktorientierte Informationen. Unternehmensbezogene Informationen sind insbesondere interne Plandaten sowie Analysen der Stärken und Schwächen des Unternehmens und der von diesem angebotenen Leistungen. Marktbezogene Informationen sind unter anderem Daten über die Entwicklung der Branche, der Konkurrenzsituation und der bearbeiteten Absatzmärkte, aber auch langfristige gesamtwirtschaftliche sowie länder- und branchenspezifische Trendprognosen.
- (53) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als Orientierungsgrundlage für die Planung künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätskontrollen.
- (54) Der Wirtschaftstreuhänder hat die Vollständigkeit und die Verlässlichkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen.

#### **4.4.1.3. Vergangenheitsanalyse**

- (55) Die Vergangenheitsanalyse soll auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, der Geldflussrechnungen sowie der internen Ergebnisrechnungen konkrete Anhaltspunkte für die Planung der Unternehmenserfolge liefern. Die Vergangenheitsdaten sind dabei um einmalige, aperiodische und außerordentliche Faktoren zu bereinigen bzw zu normalisieren. Erfolgsfaktoren der Vergangenheit sind insbesondere daraufhin zu analysieren, inwieweit sie auch künftig wirksam sein werden (siehe dazu auch Rz (147) f) und ob sie das nicht betriebsnotwendige Vermögen betreffen.
- (56) Die unternehmensbezogenen Informationen sind um eine Analyse der Unternehmensumwelt in der (jüngeren) Vergangenheit zu ergänzen. Hierzu gehören die Entwicklung der Marktstellung des Unternehmens und sonstige Markt- und Umweltentwicklungen (zB Entwicklungen in politischer, rechtlicher, ökonomischer, technischer, ökologischer und sozialer Hinsicht).

#### **4.4.1.4. Planung (Phasenmethode)**

- (57) Die künftigen finanziellen Überschüsse können nominell oder real, dh kaufkraftbereinigt, geplant werden. Der Anwendung der Nominalrechnung, bei der nominell geplante finanzielle Überschüsse mit nominellen Diskontierungssätzen abgezinst werden, wird in Theorie und Praxis der Vorzug gegeben.
- (58) Die Unternehmensbewertung basiert grundsätzlich auf einer möglichst umfassenden von der Unternehmensleitung erstellten integrierten Planungsrechnung, die ihre Zusammenfassung in Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen findet. Die Planungsrechnung hat die prognostizierte leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung im Rahmen der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen zu reflektieren. Unter Berücksichtigung der beschafften Informationen und der Erkenntnisse aus der vergangenheits- und stichtagsorientierten Unternehmensanalyse sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse abzuleiten. Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.
- (59) Die finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens werden in der Regel in mehreren Phasen geplant (Phasenmethode). Die Phasen können in

Abhängigkeit von Größe, Struktur, Branche und Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens unterschiedlich lang sein. In den meisten Fällen wird die Planung in zwei bis drei Phasen vorgenommen.

- (60) Die Detailplanungsphase, für die eine periodenspezifische Planung der finanziellen Überschüsse erfolgen kann, ist in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des Unternehmens häufig auf drei bis fünf Jahre begrenzt (Phase I).
- (61) Die Detailplanungsphase ist um eine Grobplanungsphase (Phase II) zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint. Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn Investitionszyklen noch nicht abgeschlossen sind; auch längerfristige Produktlebenszyklen, überdurchschnittliche Wachstumsraten, Steuer- oder andere Sondereffekte können eine Grobplanungsphase erfordern.
- (62) In der Regel kann sich die Planung der Grobplanungsphase auf die periodenspezifische Entwicklung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber konzentrieren.
- (63) Für die Zeit nach dem Planungshorizont können bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens lediglich globale bzw. pauschale Annahmen getroffen werden. In der Regel wird hier auf Basis von Annahmen über das Ausschüttungsverhalten und das Rentabilitätsniveau eine Unternehmensentwicklung mit gleichbleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt (Rentenphase bzw. Phase III). Quellen des Wachstums der finanziellen Überschüsse können neben Preissteigerungen auch Kapazitätsausweitungen sein.
- (64) Über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase sind unter Berücksichtigung der dafür relevanten Einflussfaktoren wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) geeignete Annahmen zu treffen. Dabei kann unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht (Konvergenzannahme). Ist davon abweichend zu erwarten, dass die Rendite langfristig über den Kapitalkosten liegen wird, sind die dafür maßgeblichen Gründe anzugeben. Generell ist in der Rentenphase auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten.
- (65) Wegen des oft starken Gewichts der Wertbeiträge der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen besondere Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang kann es zweckmäßig sein, die integrierte Planungsrechnung über einen längeren Zeitraum fortzuschreiben, um die Auswirkungen insbesondere von Wachstums- und Thesaurierungsannahmen darzustellen und auf Konsistenz zu überprüfen.
- (66) Die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse sollen Erwartungswerte repräsentieren. Die Erwartungswerte können auch aus Szenarien abgeleitet werden, denen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. Der wahrscheinlichste Wert (Modalwert) der künftigen finanziellen Überschüsse kann vom Erwartungswert abweichen.

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

#### **4.4.1.5. Plausibilitätsbeurteilung der Planung**

- (68) Die Planung der finanziellen Überschüsse ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen. Dabei ist zwischen der Beurteilung der formellen und der materiellen Plausibilität zu differenzieren.
- (69) Im Zuge der Beurteilung der formellen Plausibilität hat der Wirtschaftstreuhänder zunächst die Dokumentation der Planung sowie den Prozess zur Erstellung der Planung zu analysieren. Dabei ist insbesondere darauf einzugehen, zu welchem Zeitpunkt, zu welchem Zweck und von wem die Planung erstellt wurde, ob diese von einem Aufsichtsorgan genehmigt wurde und welche Verbindlichkeit sie hat. Ebenso ist zu berücksichtigen, ob die Planung anlassbezogen für Zwecke der Unternehmensbewertung oder im Rahmen eines standardisierten, beispielsweise jährlichen, Planungsprozesses erstellt wurde.
- (70) Aus formeller Sicht ist weiters zu beurteilen, ob die Planung rechnerisch nachvollziehbar und richtig ist sowie den methodischen Anforderungen einer integrierten Planungsrechnung entspricht. Dabei ist insbesondere darauf einzugehen, ob die einzelnen Teilpläne (Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzpläne sowie gegebenenfalls weitere Teilpläne wie bspw Absatzpläne, Personalpläne, Investitionspläne) vollständig und miteinander abgestimmt sind.
- (71) Im Rahmen der Beurteilung der materiellen Plausibilität sind die der Planung zugrunde liegenden Annahmen kritisch zu würdigen. Dabei empfiehlt es sich, in einem ersten Schritt die wesentlichen wertbeeinflussenden Annahmen zu identifizieren. In einem weiteren Schritt sind die Nachweise bzw Argumente, die diese Annahmen untermauern, zu analysieren. Letztendlich ist zu beurteilen, ob die Planung schlüssig und widerspruchsfrei aus den getroffenen Annahmen abgeleitet wurde und alle Konsequenzen dieser Annahmen berücksichtigt wurden.
- (72) Wesentliche Grundlagen für die Beurteilung der materiellen Plausibilität lassen sich aus der Vergangenheitsanalyse ableiten, die sich sowohl auf unternehmensbezogene Informationen als auch auf eine Analyse der Unternehmensumwelt in der (jüngeren) Vergangenheit erstreckt (vgl Rz (55) f). Der Wirtschaftstreuhänder hat zu analysieren, ob die Annahmen der Planung in Widerspruch zu den Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse stehen. Für die Beurteilung der Verlässlichkeit der Planung der finanziellen Überschüsse kann auch ein Soll-Ist-Vergleich von in der Vergangenheit vom Unternehmen erstellten Planungsrechnungen dienlich sein.
- (73) Die Einholung einer Vollständigkeitserklärung (vgl Rz (154)) entbindet den Wirtschaftstreuhänder nicht davon, sich selbst ein Urteil über die Plausibilität der Planung der finanziellen Überschüsse zu bilden.

#### **4.4.1.6. Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung**

- (74) Stellt der Wirtschaftstreuhänder bei der Beurteilung der formellen Plausibilität (vgl Rz (69) f) Mängel fest, ist zunächst die Unternehmensleitung aufzufordern, die Planungsrechnung zu vervollständigen bzw zu überarbeiten. Eine Mitwirkung des

Wirtschaftstreuhänders bei der Vervollständigung bzw. Überarbeitung der Planungsrechnung ist zulässig, sofern sich diese ausschließlich auf die rechnerische Richtigkeit sowie auf die Methodik einer integrierten Planungsrechnung erstreckt.

- (75) Stellt der Wirtschaftstreuhänder im Zuge der Beurteilung der materiellen Plausibilität (vgl. Rz (71) f) Mängel fest, ist die Unternehmensleitung aufzufordern, die Planungsrechnung anzupassen. Wenn die aufgezeigten Mängel dadurch nicht beseitigt werden können, sind vom Wirtschaftstreuhänder entsprechende Anpassungen vorzunehmen. Die vom Wirtschaftstreuhänder vorgenommenen Anpassungen bzw. eigenständig getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten explizit zu beschreiben. Der Wirtschaftstreuhänder hat auf die Mangelhaftigkeit der von der Unternehmensleitung erstellten Planungsrechnung und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Bewertungsergebnisses im Bewertungsgutachten hinzuweisen.
- (76) Liegt eine ausreichend dokumentierte Planungsrechnung nicht vor, ist die Unternehmensleitung zu veranlassen, unter Zugrundelegung ihrer Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens eine Erfolgs-, Finanz- und Bilanzplanung zu erstellen. Dabei sind neben den verfügbaren externen Informationen (zB Branchenanalysen, Marktstudien) als weitere Grundlage für die Planung der Zukunftserträge die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien zu beachten (siehe dazu Rz (55) f).
- (77) Sofern von der Unternehmensleitung eine für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignete Unternehmensplanung nicht zu erhalten ist, kann der Wirtschaftstreuhänder auf Basis der Vergangenheitsanalyse, der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien und der übrigen verfügbaren Informationen (siehe Rz (52) ff) eine Planung der finanziellen Überschüsse nach Maßgabe der unter Rz (58) definierten Anforderungen (integrierte Planungsrechnung) erstellen. Dabei sind die Ausführungen in den Rz (147) f zu beachten. Es empfiehlt sich, eine Szenarioanalyse durchzuführen. Die vom Wirtschaftstreuhänder eigenständig getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten explizit zu beschreiben. Der Wirtschaftstreuhänder hat auf das Fehlen einer Planungsrechnung und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Bewertungsergebnisses im Bewertungsgutachten hinzuweisen.
- (78) Unsicherheiten, die ausschließlich auf Mängel der oder das Fehlen einer Planungsrechnung zurückzuführen sind, dürfen bei der Bewertung weder durch Abschläge von den zu diskontierenden finanziellen Überschüssen noch durch Zuschläge zum Diskontierungssatz berücksichtigt werden.

#### **4.4.2. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts**

##### **4.4.2.1. Unternehmenskonzept**

- (79) Es ist darauf zu achten, dass die Planungsrechnung mit den darin zum Ausdruck kommenden Erfolgs- und Finanzplanungen auf dem zum Bewertungsstichtag bestehenden Unternehmenskonzept aufbaut. Dies bedeutet, dass Maßnahmen, die zu strukturellen Veränderungen des Unternehmens führen sollen, nur dann berücksichtigt werden dürfen, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits eingeleitet bzw. hinreichend konkretisiert sind.

#### 4.4.2.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

- (80) In der Detailplanungsphase ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die entsprechend der Planungsrechnung weder für Investitionen noch für Fremdkapitaltilgungen benötigt werden und unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. In der Grobplanungs- und Rentenphase ist auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstum und Thesaurierung zu achten.

#### 4.4.2.3. Managementfaktoren

- (81) Im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung ist grundsätzlich von einem unveränderten Management oder für den Fall des Wechsels des Managements von durchschnittlichen Managementleistungen auszugehen (typisierte Managementfaktoren).
- (82) Soweit bei personenbezogenen Unternehmen die in der Person des Unternehmenseigners (der Unternehmenseigner) begründeten Erfolgsbeiträge in Zukunft nicht realisiert werden können, sind sie bei der Planung der finanziellen Überschüsse außer Acht zu lassen. Ebenso sind Einflüsse aus einem Unternehmensverbund oder aus sonstigen Beziehungen personeller oder familiärer Art zwischen Management und dritten Unternehmen, die bei einem Eigentümerwechsel nicht mit übergehen würden, zu eliminieren.

#### 4.4.2.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern

- (83) Bei der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich sowohl die Ertragsteuern des Unternehmens als auch die aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner (persönliche Ertragsteuern) zu berücksichtigen. Welche Ertragsteuern im Rahmen der Planung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen sind, richtet sich nach den Verhältnissen zum Bewertungsstichtag, die sich aus der Rechtsform des Bewertungsobjekts in Verbindung mit der Rechtsform des Bewertungssubjekts ergeben. Rechtsformänderungen sind zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen zum Bewertungsstichtag zu erwarten sind, insbesondere wenn bereits Maßnahmen getroffen wurden, um diese Änderungen herbeizuführen.
- (84) Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften mindert die Körperschaftsteuer die finanziellen Überschüsse auf Unternehmensebene. Da bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften in der Regel davon ausgegangen werden kann, dass eine Bewertung vor persönlichen Ertragsteuern annähernd zum gleichen Bewertungsergebnis führt wie eine Bewertung nach persönlichen Ertragsteuern, kann auf eine Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern auf den Unternehmenseignern zufließende finanzielle Überschüsse vereinfachend verzichtet werden. In diesem Fall hat die Diskontierung mit den Kapitalkosten vor persönlichen Ertragsteuern zu erfolgen. Wird bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften eine Auskehr von nicht betriebsnotwendigem Vermögen (etwa von Überbeständen an liquiden Mitteln) an die Gesellschafter unterstellt, kommt die vereinfachende Nichtberücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern insoweit nicht in Betracht.
- (85) Bei der Bewertung von Einzelunternehmen oder Personengesellschaften aus dem Blickwinkel natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse grundsätzlich um die beim jeweiligen Bewertungssubjekt entstehende Ertragsteuerbelastung, die aus den steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen.

- (86) Bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften kann die Bewertung im Hinblick auf die Ertragsbesteuerung vereinfachend so vorgenommen werden, als läge eine Kapitalgesellschaft vor. Damit kann der Bewertung vereinfachend die für Kapitalgesellschaften geltende Ertragsbesteuerung zugrunde gelegt werden. In diesem Fall ist auch der vereinfachende Verzicht auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern (vgl Rz (84)) zulässig.

#### **4.4.2.5. Synergieeffekte**

- (87) Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entsteht und dazu führt, dass der Gesamtbetrag der finanziellen Überschüsse von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweicht.
- (88) Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben für den konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, sind bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nur solche Synergieeffekte zu berücksichtigen, deren Realisierung zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert ist (realisierte Synergieeffekte). Nicht zu berücksichtigen sind hingegen solche Synergieeffekte, die sich nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination realisieren lassen (nicht realisierte Synergieeffekte).

#### **4.4.3. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts**

##### **4.4.3.1. Unternehmenskonzept**

- (89) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (Entscheidungswerts) werden die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen durch individuelle auftragsbezogene Konzepte bzw Annahmen ersetzt. Daher können auch geplante, aber zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete oder noch nicht im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen strukturverändernder Art wie Erweiterungsinvestitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder berücksichtigt werden.

##### **4.4.3.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen**

- (90) Die Annahmen über die künftige Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik (Kapitalstruktur) sind auf Basis der Vorgaben bzw Vorstellungen des Bewertungsobjekts unter Beachtung rechtlicher Restriktionen (zB gesetzlicher oder vertraglicher Ausschüttungsbeschränkungen) zu treffen.

##### **4.4.3.3. Managementfaktoren**

- (91) Aus der Sicht eines Käufers sind jene finanziellen Überschüsse anzusetzen, die mit dem geplanten Management erwartet werden können (individuelle Managementfaktoren).
- (92) Die Preisuntergrenze eines potentiellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern zB auch persönliche Managementfaktoren.

#### **4.4.3.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern**

- (93) Die Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse ist nach Maßgabe der Rechtsform des Bewertungsobjekts unter Berücksichtigung der individuellen steuerlichen Verhältnisse (zB Steuersätze, steuerliche Verlustvorträge) des Bewertungsobjekts zu ermitteln. Rechtsformänderungen sind auf Basis der Vorgaben bzw. Vorstellungen des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen. Vereinfachungen (siehe zB Rz (84) und (86)) sind auftragsbezogen zulässig.

#### **4.4.3.5. Synergieeffekte**

- (94) Noch nicht realisierte Synergieeffekte (vgl Rz (88)) können je nach der konkreten Situation des Bewertungsobjekts (Käufer bzw Verkäufer) einbezogen werden.

### **4.5. Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse**

#### **4.5.1. Grundlagen**

- (95) Der Unternehmenswert ergibt sich bei Diskontierungsverfahren grundsätzlich aus der Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahren entsprechenden Diskontierungssatzes (siehe dazu Rz (31) ff).
- (96) Wenn die Planung der künftigen finanziellen Überschüsse auf nomineller Grundlage beruht, sind diese mit einem nominellen Diskontierungssatz zu diskontieren (Nominalrechnung, vgl Rz (57)). Die nachfolgenden Aussagen beziehen sich auf die Ermittlung nomineller Diskontierungssätze.
- (97) Bei unbegrenzter Lebensdauer entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Barwert der künftig den Unternehmenseignern für eine unbegrenzte Zeit zufließenden finanziellen Überschüsse.
- (98) Ist eine begrenzte Dauer des Unternehmens zu unterstellen, ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bis zur Beendigung des Unternehmens zuzüglich des Barwerts der finanziellen Überschüsse aus der Beendigung des Unternehmens (zB der Liquidation).

#### **4.5.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts**

##### **4.5.2.1. Berücksichtigung des Risikos**

- (99) Jede Investition in ein Unternehmen ist mit dem Risiko verbunden, dass künftige finanzielle Überschüsse nicht im erwarteten Umfang anfallen, dh sie können sowohl niedriger als auch höher ausfallen als erwartet.
- (100) Das Risiko kann entweder in Form der Sicherheitsäquivalenzmethode durch einen Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse oder in Form der Risikozuschlagsmethode durch einen Risikozuschlag zum risikolosen Zinssatz (Basiszinssatz) berücksichtigt werden. Da die Risikozuschlagsmethode national und international gebräuchlich ist, wird im Folgenden von ihrer Anwendung ausgegangen.
- (101) Werden die Risikozuschläge aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, spricht man von marktorientierten Risikozuschlägen bzw Risikoprämien. Sie werden in der Regel auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermittelt. Risikoprämien nach dem CAPM enthalten nur eine Abgeltung für das systematische Risiko, weil unterstellt

wird, dass das unsystematische Risiko durch vollständige Diversifikation des Investors eliminiert wird.

- (102) Ein allfälliges Risiko aus einer vergleichsweise geringeren Mobilität der Veranlagung in das zu bewertende Unternehmen ist nur dann zu berücksichtigen, wenn von einer begrenzten Behaltdauer auszugehen ist.

#### **4.5.2.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber**

- (103) Der Diskontierungssatz nach dem CAPM setzt sich aus der risikolosen Verzinsung (Basiszinssatz) und dem marktorientierten Risikozuschlag in Form des Produkts aus Marktrisikoprämie und Beta-Faktor zusammen.
- (104) Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen. Der Basiszinssatz ist unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten.
- (105) Zur Höhe der Marktrisikoprämie wird auf die einschlägigen Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation verwiesen.
- (106) Bei der Bewertung börsennotierter Unternehmen können unternehmensindividuelle Beta-Faktoren aus den Börsenkursen des zu bewertenden Unternehmens berechnet werden. Sie werden auch von Finanzdienstleistern erhoben bzw können einschlägigen Publikationen entnommen werden. Ist der unternehmensindividuelle Beta-Faktor nicht aussagekräftig, ist ein Beta-Faktor vergleichbarer Unternehmen heranzuziehen (Peer Group-Beta). Bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen ist auf die Vergleichbarkeit des Geschäftsrisikos zu achten (vgl Rz (126)). Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren für vergleichbare Unternehmen (Peer Group-Beta) oder für Branchen herangezogen werden.
- (107) Risikoprämien nach dem CAPM erfassen neben dem Geschäftsrisiko (Business Risk) auch das Kapitalstrukturrisiko (Financial Risk). Der Beta-Faktor für ein verschuldetes Unternehmen ist höher als jener für ein unverschuldetes Unternehmen, weil er auch das Kapitalstrukturrisiko berücksichtigt. Veränderungen in der Kapitalstruktur erfordern daher eine Anpassung der Risikoprämie. Zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur wurden Anpassungsformeln entwickelt. Diese Anpassungsformeln erfassen teilweise auch das Beta des Fremdkapitals (Debt Beta). Die Berücksichtigung des Debt Betas ist erforderlich, wenn die zum Basiszinssatz laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten des Unternehmens wesentlich vom Basiszinssatz abweichen.
- (108) Die Planung bzw Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung führt in der Regel dazu, dass sich die Kapitalstruktur in der Detailplanungsphase von Periode zu Periode verändert. Die daraus resultierende Veränderung des Kapitalstrukturrisikos erfordert eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten (zu den Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw der Beta-Faktoren siehe Rz (107)). Verändert sich die Kapitalstruktur im Zeitablauf nur unwesentlich, kann auf eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten verzichtet werden.
- (109) Die auf Basis des CAPM ermittelten Renditeforderungen bzw Risikozuschläge sind Renditeforderungen bzw Risikozuschläge nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern. Diese Renditeforderungen sind zur Diskontierung von

finanziellen Überschüssen nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern heranzuziehen. Eine solche Vorgangsweise kommt zum Tragen, wenn bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften vereinfachend auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern verzichtet wird (vgl Rz (84)).

- (110) Werden der Wertermittlung finanzielle Überschüsse nach persönlichen Ertragsteuern zugrunde gelegt, hat die Diskontierung mit der Renditeforderung nach persönlichen Ertragsteuern zu erfolgen. In diesem Fall kann die Renditeforderung auf Basis des Tax-CAPM ermittelt werden. Das Tax-CAPM erweitert das Standard-CAPM um die persönlichen Ertragsteuern.
- (111) Trotz seiner restriktiven Prämissen stellt das CAPM das bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte vorrangig anzuwendende Kapitalkostenkonzept dar. Ist jedoch nach den Umständen des konkreten Bewertungsanlasses davon auszugehen, dass eine davon abweichende Bestimmung der Eigenkapitalkosten vorzuziehen ist, können die Eigenkapitalkosten auch nach anderen üblichen und anerkannten Verfahren bestimmt werden.
- (112) Der Wirtschaftstreuhänder hat die Auswahl seiner Vorgangsweise zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten zu begründen, die auf dieser Grundlage ermittelten Eigenkapitalkosten nachvollziehbar abzuleiten und die dafür maßgeblichen Annahmen vollständig darzustellen.

#### **4.5.3. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts**

- (113) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird der Diskontierungssatz durch die individuellen Verhältnisse bzw Vorgaben des jeweiligen Bewertungsobjekts bestimmt. Als Diskontierungssatz können individuelle Renditevorgaben, die Renditeerwartung der besten Alternative oder aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Renditen (siehe dazu Rz (103) ff) dienen.

#### **4.5.4. Renditeforderung der Fremdkapitalgeber**

- (114) Die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber kann eine Risikoprämie enthalten, der gegebenenfalls bei der Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber durch Berücksichtigung eines Debt Betas Rechnung zu tragen ist (siehe Rz (107)).

#### **4.5.5. Wachstum in der Rentenphase**

- (115) Kann im konkreten Bewertungsfall in der Rentenphase auf der Grundlage der getroffenen Annahmen über das Ausschüttungsverhalten und das Rentabilitätsniveau ein nachhaltiges Wachstum der den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse angenommen werden, ist dies in dieser Phase durch den Abzug der Wachstumsrate vom Diskontierungssatz zu berücksichtigen. Die weitere Abzinsung des Rentenbarwerts auf den Bewertungsstichtag hat hingegen mit dem Diskontierungssatz vor Abzug der Wachstumsrate zu erfolgen.

#### **4.6. Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsverfahren**

- (116) Bei der Anwendung der Diskontierungsverfahren sind geeignete Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (zB wertorientiert oder autonom, vgl Rz (41) f) sowie über den Risikogehalt der Steuerersparnisse aus der Abzugsfähigkeit

der Fremdkapitalkosten (Tax Shields) zu treffen. Diese Annahmen sind im Bewertungsgutachten anzugeben und zu begründen.

- (117) Bei identen Annahmen für die Bewertungsparameter, insbesondere betreffend die Finanzierung und den Risikogehalt der Tax Shields, sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur sollte die Wahl des Diskontierungsverfahrens das Bewertungsergebnis nicht beeinflussen.

## 5. Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren

### 5.1. Konzept

- (118) Multiplikatorverfahren ermitteln den Unternehmenswert als potentiellen Marktpreis durch Multiplikation des Multiplikators mit einer Bezugsgröße (Überschussgröße) als Referenzgröße. Das Ergebnis der Bewertung ist entweder der potentielle Marktpreis des Eigenkapitals oder der potentielle Marktpreis des Gesamtkapitals. Durch Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) vom potentiellen Marktpreis des Gesamtkapitals erhält man den potentiellen Marktpreis des Eigenkapitals.

### 5.2. Auswahl der Bezugsgrößen

- (119) Als Bezugsgrößen kommen insbesondere in Frage:
- a) Umsatz
  - b) Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT)
  - c) Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)
  - d) Jahresüberschuss
- (120) Bei der Auswahl der Bezugsgrößen sind deren unterschiedliche Vor- und Nachteile sowie branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. Die parallele Anwendung mehrerer Bezugsgrößen wird empfohlen. Auf die Konsistenz der Ermittlung der Bezugsgrößen für das Bewertungsobjekt und die Peer Group-Unternehmen (vgl Rz (126)) ist zu achten.
- (121) Die unterschiedlichen Bezugsgrößen führen entweder zum potentiellen Marktpreis des Gesamtkapitals oder zum potentiellen Marktpreis des Eigenkapitals:

Bezugsgröße	Ergebnis
Umsatz	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
EBIT	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
EBITDA	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
Jahresüberschuss	potentieller Marktpreis des Eigenkapitals

- (122) Da der Wert eines Unternehmens entscheidend durch seine Fähigkeit bestimmt wird, im operativen Geschäft Gewinne und Überrenditen über die Kapitalkosten zu erwirtschaften, wird für produzierende und dienstleistende Unternehmen die vorrangige Anwendung von Gesamtkapital-basierten Multiplikatoren, insbesondere mit den Bezugsgrößen EBIT und EBITDA, empfohlen. Bei Umsatzmultiplikatoren ist zu beachten, dass ihre Anwendung eine Umsatzrendite des Bewertungsobjekts unterstellt, die mit jener der Peer Group-Unternehmen vergleichbar ist.

- (123) Die Bezugsgrößen können sich auf verschiedene Zeiträume beziehen. „Trailing Multiples“ verwenden historische Daten, während bei „Forward Multiples“ zukünftig erwartete Größen einbezogen werden.
- (124) Die verwendeten Bezugsgrößen sollten als dauerhaft erzielbare Größen anzusehen sein, was Bereinigungen um Sondereffekte wie einmalige Erträge und Aufwendungen erfordert. Bei der Herleitung der Bezugsgrößen aus Vergangenheitsdaten sind die Rz (55) f sinngemäß anzuwenden. Durchgeführte Bereinigungen sind offenzulegen und zu begründen.

### **5.3. Ermittlung und Anwendung der Multiplikatoren**

- (125) Der Multiplikator ergibt sich grundsätzlich als Quotient aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw dem Marktpreis des Gesamtkapitals eines vergleichbaren Unternehmens und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens. Diese Marktpreise werden aus der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) oder aus Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen (Transaktionsmultiplikatoren) gewonnen.
- (126) Zur Ermittlung der Multiplikatoren ist in einem ersten Schritt eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) zu identifizieren. Diese Unternehmen sollten in ihren wesentlichen Eigenschaften mit dem zu bewertenden Unternehmen übereinstimmen. Als Auswahlkriterien dienen häufig Branche bzw Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, geografische Abdeckung, Profitabilität und Wachstum.
- (127) Die Anzahl der Multiplikatoren aus den vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) ergibt in der Regel eine Bandbreite, die zu einer Größe verdichtet werden kann. Dazu werden in der Regel das arithmetische Mittel oder der Median herangezogen. Zu beachten ist, dass das arithmetische Mittel stark von Ausreißern beeinflusst wird, sodass vor seiner Berechnung eine Bereinigung um diese Ausreißer vorgenommen werden sollte.
- (128) Kann eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen nicht identifiziert werden, kann auf Branchen-Multiplikatoren abgestellt werden. Dabei ist zu beachten, dass diese Multiplikatoren bei Heterogenität der einbezogenen Unternehmen von nur geringer Aussagekraft sein können.
- (129) Da die Anwendung von Börsenmultiplikatoren auf Marktpreisen für einzelne Aktien basiert, ist das Bewertungsergebnis als potentieller Marktpreis für einen fungiblen Minderheitsanteil am zu bewertenden Unternehmen zu interpretieren. Paketzuschläge oder Kontrollprämien sind darin nicht enthalten.
- (130) Bei der Anwendung von Transaktionsmultiplikatoren ist zu untersuchen, ob diese auf Transaktionen betreffend Minderheits- oder Mehrheitsanteile beruhen. Transaktionsmultiplikatoren, die aus Transaktionen betreffend Mehrheitsanteile abgeleitet werden, führen zu potentiellen Marktpreisen für Mehrheitsanteile, die allfällige Kontrollprämien bereits beinhalten.
- (131) Bei sehr kleinen Unternehmen können unter bestimmten Voraussetzungen Multiplikatoren in Form von Erfahrungssätzen zur Anwendung gelangen (vgl Rz (18)). In der Berichterstattung ist anzugeben, auf welcher Grundlage diese Erfahrungssätze gewonnen wurden.

## **6. Liquidationswert**

- (132) Übersteigt der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert, bildet der Liquidationswert die Untergrenze für den Unternehmenswert. Bestehen jedoch rechtliche oder tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung, ist abweichend davon auf den Fortführungswert abzustellen.
- (133) Der Liquidationswert ergibt sich als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen. Die Abhängigkeit des Liquidationswerts von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit ist zu beachten.

## **7. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen**

### **7.1. Wachstumsunternehmen**

- (134) Wachstumsunternehmen sind Unternehmen mit erwarteten überdurchschnittlichen Wachstumsraten der Umsätze. Sie sind insbesondere durch Produktinnovationen gekennzeichnet, die mit hohen Investitionen und Vorleistungen in Entwicklung, Produktion und Absatz, begleitet von wachsendem Kapitalbedarf, verbunden sind. Vielfach befinden sich derartige Unternehmen erfolgsmäßig zum Zeitpunkt der Bewertung in einer Verlustphase, sodass eine Vergangenheitsanalyse für Plausibilitätsüberlegungen im Hinblick auf die künftige Entwicklung des Unternehmens in der Regel nicht geeignet ist.
- (135) Die Planung der finanziellen Überschüsse unterliegt in diesem Fall erheblichen Unsicherheiten, weshalb vor allem die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, das Marktvolumen, die Ressourcenverfügbarkeit, die wachstumsbedingten Anpassungsmaßnahmen der internen Organisation und die Finanzierbarkeit des Unternehmenswachstums analysiert werden müssen. Besonderes Augenmerk ist auf die Risikoeinschätzung zu legen.
- (136) Bei der Planung der finanziellen Überschüsse erscheint es sinnvoll, die Planung in mehreren Phasen (Anlaufphase, Phase mit überdurchschnittlichem Umsatz- und Ertragswachstum und Phase mit normalem Wachstum) vorzunehmen und Ergebnisbandbreiten abzuleiten (vgl Rz (59) ff). Die Durchführung von Szenarioanalysen unter Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten wird empfohlen.

### **7.2. Ertragsschwache Unternehmen**

- (137) Die Ertragsschwäche eines Unternehmens zeigt sich darin, dass seine Rentabilität nachhaltig geringer ist als die Kapitalkosten.
- (138) Bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen ist neben der Beurteilung von Fortführungskonzepten auch die Beurteilung von Zerschlagungskonzepten erforderlich. Führt das optimale Zerschlagungskonzept zu einem höheren Barwert finanzieller Überschüsse als das optimale Fortführungskonzept, entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Liquidationswert (vgl Rz (132) f). Erweist sich die Fortführung des Unternehmens aufgrund der zur Verbesserung der Ertragskraft geplanten Maßnahmen als vorteilhaft, hat der Wirtschaftstreuhänder diese Maßnahmen hinsichtlich ihrer Plausibilität und Realisierbarkeit kritisch zu beurteilen.

### **7.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag**

- (139) Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag (Non-Profit-Unternehmen) erhalten diesen entweder vom Unternehmensträger (zB bestimmte kommunale Institutionen, Sozialwerke, Genossenschaften, gemeinnützige Vereine) oder von einem Subventionsgeber (zB Gemeinde, Land, Bund).
- (140) In solchen Unternehmen hat das Kostendeckungsprinzip zwecks Sicherung der Leistungserstellung Vorrang vor einer (begrenzten) Gewinnerzielung. Da nicht-finanzielle Ziele dominieren, ist als Unternehmenswert nicht der Zukunftserfolgswert anzusetzen, sondern der Rekonstruktionszeitwert, wobei zu berücksichtigen ist, ob die Leistungserstellung allenfalls mit einer effizienteren Substanz oder Struktur erreicht werden kann. Wegen der Dominanz des Leistungserstellungszwecks kommt bei unzureichender Ertragskraft eine Liquidation als Alternative zur Fortführung des Unternehmens nicht in Frage, es sei denn, die erforderliche Kostendeckung (einschließlich aller Zuschüsse) ist künftig nicht mehr gewährleistet.

### **7.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen**

- (141) Ergibt die Unternehmensplanung negative finanzielle Überschüsse, ist zunächst zu untersuchen, inwieweit diese durch Fremdkapitalaufnahmen oder Gewinnthesaurierungen ausgeglichen werden können bzw sollen. Sieht zB die Planung bei Kraftwerken, Abbau- oder Deponieunternehmen für die Nachsorgephase negative finanzielle Überschüsse vor, muss sie in der Regel dahingehend überarbeitet werden, dass dafür in der Aktivphase durch ausreichende Rückstellungsbildung und Einbehaltung finanzieller Mittel vorgesorgt wird.
- (142) Weist eine nach Rz (141) adaptierte Planungsrechnung negative finanzielle Überschüsse aus, die durch entsprechende Einzahlungen der Unternehmenseigner zu bedecken sind, ist bei der Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte der Diskontierungssatz für diese Einzahlungen durch Vornahme eines Risikoabschlags vom Basiszinssatz zu ermitteln. Bezieht man jedoch den Kapitalmarkt in die Bewertung ein, wie es für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts vorgesehen ist (vgl Rz (103) ff), dann ist davon auszugehen, dass sowohl für positive als auch für negative finanzielle Überschüsse in der Regel ein marktorientierter Risikozuschlag zum Basiszinssatz anzusetzen ist.

### **7.5. Kleine und mittlere Unternehmen**

#### **7.5.1. Kennzeichen**

- (143) Kennzeichen vieler kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sind insbesondere ein begrenzter Kreis von Unternehmenseignern, Unternehmenseigner mit geschäftsführender Funktion, Mitarbeit von Familienmitgliedern des Unternehmenseigners (der Unternehmenseigner) im Unternehmen, keine eindeutige Abgrenzung zwischen Betriebs- und Privatvermögen, wenige Geschäftsbereiche, einfaches Rechnungswesen und einfache interne Kontrollen. Bei diesen Unternehmen resultieren daher Risiken insbesondere aus den unternehmerischen Fähigkeiten des Unternehmenseigners (der Unternehmenseigner), der Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden, einer fehlenden bzw nicht dokumentierten Unternehmensplanung, einer ungenügenden Eigenkapitalausstattung und eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten. Aufgrund dieser spezifischen Risikofaktoren hat der

Wirtschaftstreuhänder besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die Bestimmung des Unternehmerlohns und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen zu richten.

### **7.5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts**

- (144) Bei personenbezogenen, von den Eigentümern dominierten Unternehmen ist bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts auf eine korrekte Trennung zwischen betrieblicher und privater Sphäre zu achten. Dabei kann zB die Heranziehung steuerlicher Sonderbilanzen für die Identifikation von nicht bilanzierendem, aber betriebsnotwendigem Vermögen hilfreich sein. Werden wesentliche Bestandteile des Anlagevermögens (insbesondere Grundstücke und Patente) im Privatvermögen gehalten, müssen sie in das betriebsnotwendige Vermögen einbezogen oder anderweitig (zB durch den Ansatz von Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen) berücksichtigt werden.
- (145) Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts sind typisierende Annahmen über die künftige Innen- und Außenfinanzierung bzw Kapitalstruktur zu treffen, wenn dafür kein dokumentiertes Unternehmenskonzept vorliegt. Im Fall der Beibringung von Sicherheiten aus dem Privatbereich von Unternehmenseignern sind in der Planung der finanziellen Überschüsse entweder entsprechende Aufwendungen für Avalprovisionen oder Fremdkapitalzinsen, die ohne diese Sicherheiten anfallen würden, anzusetzen.

### **7.5.3. Bestimmung des Unternehmerlohns**

- (146) Bei KMU sind die persönlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und Beziehungen sowie das persönliche Engagement der Unternehmenseigner oft von herausragender Bedeutung für die Höhe der finanziellen Überschüsse. Es ist daher darauf zu achten, dass diese Erfolgsfaktoren durch einen angemessenen Unternehmerlohn berücksichtigt werden. Die Höhe des Unternehmerlohns wird nach den Aufwendungen bestimmt, die für eine Fremdgeschäftsführung anfallen würden. Soweit Familienangehörige des Unternehmenseigners (der Unternehmenseigner) oder andere nahestehende Personen im Unternehmen unentgeltlich tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.

### **7.5.4. Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten**

- (147) Bei der Bewertung von KMU ist im Vergleich zu großen Unternehmen die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationen stärker zu hinterfragen. Da Jahresabschlüsse dieser Unternehmen in der Regel nicht geprüft werden oder steuerlich ausgerichtet sind, muss sich der Wirtschaftstreuhänder im Rahmen der Feststellung der Ertragskraft durch eine Analyse der Vergangenheitsergebnisse von der Plausibilität der wesentlichen Basisdaten überzeugen. Dabei sind die Vergangenheitserfolge um außerordentliche Komponenten und einmalige Einflüsse, die sich künftig voraussichtlich nicht wiederholen werden, zu bereinigen. Zu beachten ist ferner, dass bei langen Investitionsintervallen die Gewinn- und Verlustrechnungen der nächstzurückliegenden Perioden die Ergebnisse möglicherweise nicht zutreffend widerspiegeln.
- (148) Die bereinigten Vergangenheitserfolge sind weiters um die bei Durchführung der Unternehmensbewertung bereits eingetretenen oder erkennbaren Veränderungen der für die Vergangenheit wirksam gewesenen Erfolgsfaktoren zu berichtigen. Derartige Veränderungen liegen insbesondere vor,

- a) wenn sich das Leistungsprogramm oder die Kapazität des Unternehmens in der jüngeren Vergangenheit erheblich geändert hat oder solche Änderungen bereits in Durchführung oder beschlossen sind,
- b) wenn die Erfolge der Vergangenheit durch Strukturänderungen negativ beeinflusst waren, das Unternehmen in der Zwischenzeit aber an die geänderten strukturellen Gegebenheiten angepasst wurde,
- c) wenn in den Vergleichsjahren der Vergangenheit außerordentlich günstige oder ungünstige Konjunkturverhältnisse vorlagen und künftig mit Änderungen der Konjunkturlage gerechnet werden muss,
- d) wenn sich die Wettbewerbsverhältnisse auf den Beschaffungs- oder Absatzmärkten gegenüber den Vergleichsjahren wesentlich verändert haben,
- e) wenn damit gerechnet werden muss, dass wesentliche Änderungen bei den Führungskräften und im Mitarbeiterstab des Unternehmens eintreten werden, und
- f) wenn in den Vergleichsjahren der Vergangenheit entweder besonders intensiv und mit konkreter Aussicht auf erfolgsbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.

## **8. Bewertung von Unternehmensanteilen**

- (149) Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ergibt sich in der Regel aus der Multiplikation des objektivierten Gesamtwerts des Unternehmens mit dem jeweiligen Beteiligungsprozentsatz (indirekte Methode). Die Berücksichtigung von Minderheitsab- oder -zuschlägen ist unzulässig. Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.
- (150) Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu beurteilen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.
- (151) Die Ermittlung eines subjektiven Anteilswerts erfolgt unter Berücksichtigung der spezifischen Möglichkeiten des (potentiellen) Anteilseigners zur Einflussnahme auf das Unternehmen durch Abstellen auf die für den konkreten Anteilseigner erwarteten Nettoeinnahmen (direkte Methode). Die Anwendung der indirekten Methode ist insoweit problematisch, als in diesem Fall in der Regel subjektive Zu- und Abschläge zum bzw vom quotalen Wert vorzunehmen sind.

## **9. Dokumentation und Berichterstattung**

### **9.1. Dokumentation des Auftrags**

- (152) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der Wirtschaftstreuhänder einen schriftlichen Auftrag mit folgendem Mindestinhalt einholen:

Auftraggeber, Auftragnehmer, Auftragsbedingungen, Bewertungsobjekt, Bewertungssubjekt, Bewertungsanlass, Bewertungszweck, Funktion des Wirtschaftstreuhänders, Bewertungsstichtag, eventuelle Weitergabebeschränkungen für das Bewertungsgutachten, Hinweis auf die Einholung einer Vollständigkeitserklärung vor Ausfertigung des Bewertungsgutachtens.

## 9.2. Arbeitspapiere

- (153) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die berufsüblichen Grundsätze in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden. Die Arbeitspapiere dienen einerseits der Dokumentation des Umfangs der geleisteten Arbeiten und sollen andererseits einem sachverständigen Dritten den Nachvollzug der Bewertungsschritte und des Bewertungsergebnisses ermöglichen.

## 9.3. Vollständigkeitserklärung

- (154) Der Wirtschaftstreuhänder hat vom Unternehmen (Bewertungsobjekt) eine Vollständigkeitserklärung (siehe dazu das in der Anlage beigeflossene Muster) einzuholen. Darin ist auch zu erklären, dass die vorgelegten Plandaten den aktuellen Erwartungen der Unternehmensleitung entsprechen, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen.

## 9.4. Bewertungsgutachten

- (155) Das Bewertungsgutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:
- a) Auftrag (siehe Rz (152)),
  - b) Beschreibung des Bewertungsobjekts, insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht,
  - c) erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen,
  - d) Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,
  - e) Planungsrechnungen,
  - f) Plausibilitätsbeurteilung der Planung,
  - g) angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,
  - h) Bewertungsschritte,
  - i) Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,
  - j) Bewertungsergebnis,
  - k) Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses.
- (156) Sofern vertrauliche Unternehmensdaten zu schützen sind, kann die Berichterstattung dergestalt erfolgen, dass das Bewertungsgutachten nur eine verbale Darstellung einschließlich des Bewertungsergebnisses enthält und in einem getrennten Anhang die geheimhaltungsbedürftigen Daten angeführt werden.

Anlage: **Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewertungen**

## Vollständigkeitserklärung

---

\_\_\_\_\_, den \_\_\_\_\_

An

(Firmenstempel)

in \_\_\_\_\_

**Betr.: Gutachten über den Unternehmenswert der/des**

\_\_\_\_\_ **zum** \_\_\_\_\_

Ich erkläre/Wir erklären als Vorstandsmitglied(er)/Geschäftsführer/geschäftsführende(r) Gesellschafter/Einzelunternehmer, dass alle Ihnen vorgelegten Unterlagen sowie die gegebenen Informationen zur Durchführung der Unternehmensbewertung vollständig sind und nach bestem Wissen und Gewissen richtig erteilt wurden. Dabei habe ich/haben wir außer meinen/unseren persönlichen Kenntnissen auch die Kenntnisse der übrigen Mitglieder des Geschäftsführungsorgans an Sie weitergegeben.

Insbesondere erkläre ich/erklären wir, dass

**die Ihnen vorgelegte Unternehmensplanung mit Stand vom \_\_\_\_\_ für die Geschäftsjahre von \_\_\_\_\_ bis \_\_\_\_\_ sowie die Prämissen, auf denen sie basiert, und die Ihnen dazu gegebenen Informationen meinen/unseren aktuellen Erwartungen in Bezug auf die Entwicklung der zukünftigen Erträge und Aufwendungen sowie der zukünftigen Ein- und Auszahlungen des Bewertungsobjekts entsprechen. Diese Erwartungen sind nach unserer Einschätzung plausibel abgeleitet worden und berücksichtigen alle erkennbaren Umstände, Chancen und Risiken.**

Im Einzelnen versichere ich/versichern wir:

1. Die Ihnen mitgeteilten rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind vollständig und richtig und spiegeln die wesentlichen Grundlagen des Bewertungsobjekts wider. Sie sind im Entwurf Ihres Bewertungsgutachtens vom \_\_\_\_\_ zutreffend wiedergegeben.
2. Erkennbare Veränderungen im rechtlichen und wirtschaftlichen Umfeld des Bewertungsobjekts, die für die Ertragskraft bzw. für die Fähigkeit, Einzahlungsüberschüsse zu erwirtschaften, von Bedeutung, sowie geplante oder eingeleitete Maßnahmen, die für die künftige Entwicklung des Bewertungsobjektes bedeutsam sind,
  - lagen an dem maßgebenden Bewertungsstichtag und zur Zeit der Erstattung des Bewertungsgutachtens nicht vor.

Zutreffendes bitte ankreuzen

- sind in der Unternehmensplanung vollständig berücksichtigt.
  - haben wir Ihnen vollständig erläutert und schriftlich mitgeteilt (Anlage \_\_\_\_\_).
3. Die Ihnen vorgelegten Jahresabschlüsse/Konzernabschlüsse, Lageberichte/Konzernlageberichte sowie Zwischenberichte sind vollständig. Auf alle bedeutsamen Einflüsse, die nicht als wiederkehrend anzusehen sind, haben wir Sie schriftlich hingewiesen.
4. Interne oder externe Gutachten und Studien (z.B. zur Unternehmensstrategie) etc., die für die Bewertung des Unternehmens bedeutsam sein können,
- sind uns nicht bekannt.
  - haben wir Ihnen vollständig erläutert und schriftlich mitgeteilt (Anlage \_\_\_\_\_).
5. Vermögensteile, die im Rahmen des bestehenden Unternehmenskonzepts als nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren sind, sowie andere wesentliche ggf. gesondert zu bewertende Vermögensteile
- sind uns nicht bekannt.
  - haben wir Ihnen vollständig erläutert und schriftlich mitgeteilt (Anlage \_\_\_\_\_).
6. Wesentliche Veränderungen der Zukunftserwartungen im Zeitraum zwischen der Erstellung der Unternehmensplanung und dem Zeitpunkt der Unterzeichnung dieser Erklärung
- sind nicht eingetreten.
  - haben wir Ihnen vollständig erläutert und schriftlich mitgeteilt (Anlage \_\_\_\_\_).
- Sollten solche Vorgänge bis zur Auslieferung der endgültigen Fassung Ihres Bewertungsgutachtens noch eintreten, so werden wir Sie unverzüglich hiervon unterrichten.
7. Zusätze und Bemerkungen

---

---

---

---

---

---

---

---

Unterschrift(en) des(r) Vorstands(mitglieder)/Geschäftsführer(s)/geschäftsführenden Gesellschafter(s)/Einzelunternehmers