

Ing. Mag. Peter Hager, Krems-Stein

Unternehmenswert – Punktwert oder Bandbreite

Stellt der Unternehmenswert einen Punktwert oder eine Bandbreite dar? In Unternehmensbewertungsgutachten findet man oftmals einen Wert und eine Bandbreite von z.B. +/-5% als Ergebnis der Tätigkeit des Gutachters. Entspricht dies den betriebswirtschaftlichen Vorgaben und den gesetzlichen Bestimmungen? Wie kann eine Bandbreite in einem Gutachten ermittelt werden? Sind beim Abweichen von Börsenkurswert, aktuellem Verkaufserlös, Unternehmenswert nach Multiplikatoren und DCF-Verfahren Bandbreiten anzugeben?

I. Einführung

1. Betriebswirtschaftliche Vorgaben

Bei der *einwertigen Planung* wird für jede Variable ein einziger Wert ermittelt. Dieser basiert zumeist auf dem Modalwert (= wahrscheinlichster Wert). Bei *mehrwertigen Planungen* wird eine oder mehrere Variablen in unterschiedlichen, plausiblen Ausprägungen durchgeplant.

Die Erwartungen der Gutachtensadressaten (Informationsempfänger) werden in der Literatur unterschiedlich beschrieben: Laut *Rückle* wünschen diese einwertige oder zumindest auf enge Bandbreiten eingeeengte Prognosen.¹ Eine empirische Untersuchung bei *Brösel/Hauttmann* kommt zu dem Schluss, dass bei Entscheidungswerten Bandbreiten gegenüber dem Punktwert bevorzugt werden.²

Einwertige Ertragsprognosen sind nicht realitätsgerecht: die Ertragsersparungen sind bei Unternehmensbewertungen stets mehrwertig. Diese Mehrwertigkeit, also Unsicherheit der Ertragsersparungen kann zwar durch eine sorgfältige Analyse der Wahrscheinlichkeit bestimmter Ertragsdeterminanten eingeeengt werden: es lassen sich extrem niedrige und extrem hohe Erträge als „äußerst unwahrscheinlich“ erkennen, und es mögen sich innerhalb einer solchen Bandbreite möglicher Erträge Wahrscheinlichkeitsabstufungen vornehmen lassen. Aber es gelingt keinesfalls eine Einengung zur Einwertigkeit.³

Ein Unternehmenswert lässt sich nicht „punktgenau“ festlegen. Eine „mathematisch genaue“ Ermittlung auf einen Stichtag gibt es nicht.⁴ *Das Bewertungsergebnis soll nicht nur als Punktwert angegeben werden, sinnvoller ist es, eine aussagekräftige Bandbreite anzugeben, in der sich der Unternehmenswert bewegt.*

2. Bewertungsmethode und Bandbreite

Strittig ist, ob sich aus der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden Bandbreiten ergeben:

- KFS/BW 1, Rz. 117⁵ (entspricht IDW S 1, Rz. 101⁶) fordert die *Konsistenz der Bewertungsergebnisse*.⁷ Bei Orientie-

1 Vgl. Rückle, in: Königsmaier u.a. (Hrsg.), Unternehmensbewertung – FS Mandl, 2010, S. 554 f.

2 Vgl. Brösel/Hauttmann, FB 2007 S. 296.

3 Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1990, S. 117.

4 Vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2012, Rz. 19 und die dort angeführten Judikate.

5 Kammer der Wirtschaftstreuhandler (Hrsg.), Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 i.d.F. 2014.

6 IDW (Hrsg.), IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) i.d.F. 2008.

7 Dies ist anzunehmen, da nur das Ergebnis eines Diskontierungsverfahrens als aussagekräftig angenommen wird.

– rung an KFS/BW 1 bzw. IDW S 1 ist der auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelte Wert maßgeblich. Den anderen Werten (Börsenkurs, Transaktionspreis, Multiplikatoren) kommt prinzipiell nur eine Plausibilisierungsfunktion zu,⁸ eine Bandbreite muss nicht dargestellt werden.

- Eine „*Bandbreite angemessener Abfindungsbeträge*“ ergibt sich hingegen, wenn Diskontierungsverfahren, Multiplikatormethode und Börsenkurswert als gleichwertig angesehen werden.⁹ Diese muss dargestellt werden.

II. Rechtliche Erfordernisse

Es existiert eine Bandbreite angemessener Bewertung (Bewertungsspielraum).¹⁰ Aus dem großen Spielraum vertretbarer Annahmen muss das Gericht einen Wert festsetzen, der angesichts der Unsicherheiten als plausibel scheint.¹¹

Im Steuerrecht sind die Bemessungsgrundlagen zu ermitteln und daraus die Steuern zu berechnen. Daher muss sich der Stpfl. in Bewertungsfragen für einen Punktwert entscheiden. Ebenso muss sich die Behörde bei einer Schätzung auf einen bestimmten Wert festlegen. Andernfalls würde die Rechnung über einen Tausch eine USt von z.B. 200 € +/- 5% ausweisen, oder die Nachforderung an KSt 20.000 € (+/- 1.000 €) betragen. Bei Abweichen einer Schätzung des FA von dem im vorgelegten Gutachten ausgewiesenen Unternehmenswert spricht es für die Schätzung, wenn sie innerhalb der im Gutachten ausgewiesenen Bandbreite liegt.¹² *Dies bedeutet, dass eine zu große Bandbreite Gegenargumente erleichtert.*

III. Möglichkeiten zur Umsetzung einer Bandbreite

In verschiedenen Bereichen kommt es zu Werten, die nicht auf einem Punkt konzentriert sind, sondern in einer wahrscheinlichen Bandbreite in Erscheinung treten.

Dies sind insb.:

- Erträge/Cashflows der Detailplanungsphase,
- Wachstum der Fortführungsphase und der
- Diskontierungszinssatz.

1. Erträge/Cashflows der Detailplanungsphase

Die Detailplanungsphase beruht zumeist auf der vom Unternehmen erstellten Planung. Die kurzfristige Planung des Unternehmens soll den einzelnen Abteilungen ein Ziel vorgeben an dem es sich orientieren kann. Die Planerfüllung wird in einem Soll-Ist-Vergleich kontrolliert, um Schlüsse daraus zu ziehen und künftige Planungsphasen anzupassen. Allfällige Erfolgsprämien der Mitarbeiter beruhen auf der Erfüllung von Zielvorgaben.

8 Bei einigen speziellen Anlässen der Unternehmensbewertung ist der Börsenkurs nach deutscher höchstrichterlicher Rspr. zum Schutz der Minderheitsaktionäre nicht außer Acht zu lassen. Zu Details siehe IDW (Hrsg.), WP Handbuch, Bd. II, 2014, Tz. A 516 ff.

9 So bei Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, S. 601; Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung 12/2012, Pkt. A2.

10 Vgl. Großfeld, a.a.O. (Fn. 4), Rz. 19 und die dort angeführte Judikatur.

11 Vgl. Großfeld, a.a.O. (Fn. 4), Rz. 26 und die dort angeführte Judikatur.

12 Vgl. VwGH vom 24.10.2013 – 2012/15/0028.

Unternehmenspläne stellen zumeist einen Kompromiss zwischen ambitionierten Herausforderungen und vorsichtigem Herantasten an die Möglichkeiten der einzelnen Abteilungen dar. Ein guter Plan stellt eine Herausforderung dar, hat aber Luft nach oben.

Kein Ziel der Planung durch das Unternehmen ist die Offenlegung von Risiken/Chancen. Dies ist die Aufgabe des Gutachters in der Analyse des Geschäftsmodells, der Umwelt-/Umfeldanalyse sowie der Branchenanalyse.

In den meisten Gutachten wird die Unternehmensplanung auf allfällige Risiken untersucht und adaptiert, um Abweichungen zwischen Modal- und Ertragswert berichtigt und als einwertige Planung auf einen punktgenauen Unternehmenswert gebracht.¹³ Diese Vorgehensweise wird in der Literatur häufig kritisiert.¹⁴ Bei erheblichen Unsicherheiten empfahl das Fachgutachten KFS/BW 1 (2006) in Rz. 57 die Vornahme einer Szenarioanalyse. Rz. 66 KFS/BW 1 (2014) beschränkt Szenarioanalysen nicht mehr auf erhöhte Risiken, formulierte sie jedoch als Kann-Bestimmung.

Die Unsicherheit hat zur Konsequenz, dass sich die künftigen Zahlungsflüsse nicht eindeutig prognostizieren lassen. Vielmehr müssen Bandbreiten bestimmt werden, in denen sich die Zahlungen realistischerweise bewegen werden.¹⁵

Mehrwertige Planungen müssen vereinfachte Planungen sein, sonst ist der Arbeitsaufwand nicht zu bewältigen (z.B. Value Driver-Modelle).¹⁶

Das künstliche Wegrechnen der Unsicherheit durch den Versuch, die Bandbreite einzuschränken, vermindert jedoch die Unsicherheit nicht. Dem Bewertungssubjekt wird mit einem einwertigen Entscheidungswert nur ein Wert mit geringerer Aussagekraft geliefert.¹⁷

Es werden damit die Auswirkungen der Unsicherheit offengelegt, ohne direkt eine Entscheidungsempfehlung abzugeben. Da die Daten subjektive Größen sind, sind auch die ermittelten Bandbreiten subjektive Einschätzungen.¹⁸

Die Bandbreiten beruhen nicht auf Wahrscheinlichkeitsverteilungen, sondern der *Intuition des Gutachters*.¹⁹

Im Rahmen von *Unsicherheit offenlegenden Verfahren* erfolgt keine Verdichtung auf einen Wert, sondern die Aufdeckung einer Bandbreite wahrscheinlicher Werte. Zu den Unsicherheiten offenlegenden Verfahren zählen die Sensitivitäts- und die Szenarioanalyse.²⁰

Bei der *Szenarioanalyse* werden bestimmte markante Entwicklungen eines Unternehmens gesondert durchgeplant. Neben der Gefahr sich zu verzetteln und dem erhöhten Arbeitsaufwand, scheitert die praktische Umsetzung an der Unmöglichkeit den einzelnen Szenarien konkrete Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen.²¹

13 Vgl. Bachl, Einführung in die Unternehmensbewertung, 2015, S. 27.

14 Vgl. z.B. die Kritik bei Fischer-Winkelmann/Kramer, in: Seicht (Hrsg.), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen, 2010, S. 35 f., und die Replik bei Egger, in: Königsmaier u.a. (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 1).

15 Vgl. Aschauer/Purtscher, Einführung in die Unternehmensbewertung, S. 73.

16 Vgl. zum Value Drive-Modell: Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung, 1997, S. 344.

17 Vgl. Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 79.

18 Vgl. Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 89.

19 Vgl. Mandl/Rabel, a.a.O. (Fn. 16), S. 213 und Knackstedt, in: Petersen u.a. (Hrsg.), Handbuch der Unternehmensbewertung, 2013, Rz. 28.

20 Vgl. Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 79.

21 Zur Szenarioanalyse: vgl. Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 91 f.; Ihlau u.a., Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2013, S. 161.

Beispiel 1: Szenarioanalyse

Ein Fleischproduzent ist mit seinem Kunden einem Handelsunternehmen gewachsen, mit dem jedoch in der Zwischenzeit 2/3 des Umsatzes getätigt wird.

Szenarien:

- Handelsunternehmer bleibt Kunde,
- Handelsunternehmen entfällt als Kunde (z.B. Insolvenz).

Beispiel 2: Bandbreite aus Szenarioanalyse²²

Bei einer Unternehmensbewertung werden neben dem wahrscheinlichsten noch zwei alternative Szenarien berechnet. Durch Zuordnung einer Eintrittswahrscheinlichkeit kann ein Erwartungswert ermittelt werden.

Der Erwartungswert in Tab. 1 liegt bei 100, die Bandbreite zwischen 80 und 120. Es liegt eine Normalverteilung vor.

Tab. 1: Normalverteilte Wahrscheinlichkeitsverteilung

Zustand	Eintrittswahrscheinlichkeit	Ertragswert	gewichtet
I	20%	120	24,00
II	60%	100	60,00
III	20%	80	16,00
Gesamt			100,00

Beispiel 3: Bandbreite aus Szenarioanalyse (Variante)²³

Zum selben Erwartungswert kommt man bei einem anderen Unternehmen dessen Szenarien jedoch nicht normal sondern schief verteilt sind (siehe Tab. 2).

Tab. 2: Schiefe Wahrscheinlichkeitsverteilung

Zustand	Eintrittswahrscheinlichkeit	Ertragswert	gewichtet
I	32%	120	38,40
II	60%	100	60,00
III	8%	20	1,60
Gesamt			100,00

Die Angabe eines einwertigen Unternehmenswerts von 100 würde dem Leser des Gutachtens ein gleichwertiges Investment zu Beispiel 2 vorgaukeln. Die Angabe einer Bandbreite 20-120 zeigt dem Leser jedoch, dass ein deutlich höheres Risiko vorhanden ist.

Eine Alternative stellt die *Sensitivitätsanalyse* dar. Die unsicheren Inputgrößen (z.B. Absatzmenge bzw. Verkaufspreis) werden in einer vordefinierten Bandbreite variiert und dabei die Wirkung auf das Bewertungsergebnis getestet.²⁴

Beispiel 4: Ableitung Bandbreite aus Sensitivitätsanalyse²⁵

Zur Offenlegung der Abhängigkeiten des Unternehmenswerts von der Höhe des variablen Verkaufspreises und der verkauften Menge werden diese beiden Inputgrößen variiert. Nach Rücksprache mit der Unternehmensleitung erscheinen jeweils +/- 10% als realistisch.

22 Entnommen aus Ihlau „Anforderungen an die Planungsrechnung bei KMU“, 8. Jahreskonferenz der EACVA, Berlin 16.-17.10.2014.

23 Entnommen aus Ihlau, a.a.O. (Fn. 22).

24 Vgl. Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 89.

25 Vgl. Beispiel bei Aschauer/Purtscher, a.a.O. (Fn. 15), S. 89 ff.

Tab. 3: Sensitivitätsanalyse

Unternehmenswert bei Ausprägung der Inputgröße ...	VKP/Stk	verk. Menge
90%	11.081	29.282
100%	41.246	41.246
110%	71.411	53.210

Der gerundete Unternehmenswert von 41.000 schwankt in einer Bandbreite zwischen 11.000 und 71.000 d.h. +/-73%.

2. Wachstum der Fortführungsphase

Im Hinblick auf die Bedeutung des Fortführungswerts sollte die Planung jedenfalls Alternativen aufweisen (z.B. Realwachstum, Inflationsweitergabe, Thesaurierungsbedarf).

Wenn man davon ausgeht, dass langfristig die Rentabilität, verstanden als Return on Invested Capital (ROIC), den gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Costs of Capital, WACC) entspricht, ergeben sich daraus Bandbreiten.

Beispiel 5: Szenarien Fortführungsphase²⁶

In der Detailplanungsphase erreicht der ROIC 14%. Im *Grundszenario* deckt sich am Ende der Grobplanungsphase der ROIC mit dem WACC von 10%. Im *besten Fall* kann in der Rentenphase ein ROIC von 12% erzielt werden, im *schlechtesten Fall* 7%.

3. Diskontierungszinssatz

Beim Zinssatz wird das Marktrisiko in einer Bandbreite verlautbart. Die aktuelle Empfehlung der AG Unternehmensbewertung vom 04.10.2012²⁷ lautet auf 5,5%-7,0%.²⁸

Auch der Betafaktor sollte nach *Ihlau u.a.* nicht als Punkt, sondern als Bandbreite betrachtet werden.²⁹

Beispiel 6: Ableitung Bandbreite aus Marktrisikoprämie

Aus der adaptierten Unternehmensplanung ergibt sich der in Tab. 4 dargestellte zu erwartende FTE.

Tab. 4: Flow to Equity

	1	2	3	4	ab 5
FTE	4.694	4.108	4.890	5.183	5.183

Der Unternehmenswert soll in der Bandbreite dargestellt werden, die sich aus der Marktrisikoprämie laut Empfehlung zur Bestimmung der Marktrisikoprämie vom 04.10.2012 der AG Unternehmensbewertung ergibt. Der Betafaktor sei vereinfacht mit 1 angenommen.

Tab. 5: Eigenkapitalkosten Varianten

Basiszinssatz	2,36%	2,36%
Marktrisikoprämie (MRP)	5,50%	7,00%
Betafaktor	1,0	1,0
i (EK)	7,86%	9,36%

Aus den FTE und den beiden Zinssätzen ergeben sich die in Tab. 6 und 7 dargestellten Unternehmenswerte.

²⁶ Entnommen aus Rabel, RWZ 2016 S. 283.

²⁷ Abgedruckt in RWZ 2012 S. 100.

²⁸ Die Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie sind bei *Ihlau u.a.*, a.a.O. (Fn. 21), S. 101, dargestellt.

²⁹ Vgl. *Ihlau u.a.*, a.a.O. (Fn. 21), S. 204.

Tab. 6: Bewertung (1)

i= 7,86%	1	2	3	4	ab 5
FTE	4.694,00	4.108,00	4.890,00	5.183,00	5.183,00
i					7,86%
Basis	4.694,00	4.108,00	4.890,00	5.183,00	65.941,48
q ⁻ⁿ	0,92713	0,85957	0,79693	0,73885	0,73885
BW	4.351,94	3.531,10	3.896,97	3.829,48	48.721,09
Gesamt	64.330,58				

Tab. 7: Bewertung (2)

i= 9,36%	1	2	3	4	ab 5
FTE	4.694,00	4.108,00	4.890,00	5.183,00	5.183,00
i					9,36%
Basis	4.694,00	4.108,00	4.890,00	5.183,00	55.373,93
q ⁻ⁿ	0,91441	0,83615	0,76458	0,69914	0,69914
BW	4.292,25	3.434,89	3.738,81	3.623,66	38.714,29
Gesamt	53.803,90				

Bezogen auf den Mittelwert ergibt sich eine Abweichung von +/- 8,91%. Der Unternehmenswert liegt zwischen den beiden Extremen d.h. zwischen 54.000 und 64.000.

IV. Verdichtung zum Punkt

In KFS/BW 1, Rz. 155 bzw. IDW S 1, Rz. 177 wird ein Bewertungsergebnis im Gutachten gefordert (dabei gibt es aber keinen Hinweis auf den Ausweis als Bandbreite oder Punktwert). Um die Rechtsanwendung zu ermöglichen soll ein *Unternehmenswert* angegeben werden, der die größte Wahrscheinlichkeit für sich hat. Die *Bandbreite* soll aber im Gutachten ersichtlich bleiben, damit der Gutachtenadressat die Risiken erkennen kann.

Generelle Forderungen wie z.B. die Mittelwertbildung in der Funktionsverlagerungsverordnung sind in der Literatur umstritten. Wie der Gutachter sich auch festlegt, seine Vorgehensweise muss schlüssig und nachvollziehbar sein.³⁰

V. Zusammenfassung

Die Angabe eines zu erwartenden Unternehmenswerts liefert dem Gutachtenadressaten nicht die erforderliche Information über die Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Die Ergänzung des Unternehmenswerts um eine prozentuelle Bandbreite vom Ergebnis ist eine irrelevante Pseudolösung. Die theoretisch richtige Herangehensweise einer Szenarioanalyse wird in der Praxis jedoch am Arbeitsaufwand und der Unmöglichkeit einer Gewichtung der Szenarien nach Eintrittswahrscheinlichkeit scheitern. Einen guten Kompromiss stellt die Darstellung von Sensitivitäten dar.

Bandbreiten sind keine Ausrede für schlecht recherchierte Wertermittlungen. Die Bandbreite muss wahrscheinliche Ergebnisse abbilden. Ein gut gerechneter Punktwert ist noch immer besser als eine schlecht ermittelte Bandbreite.

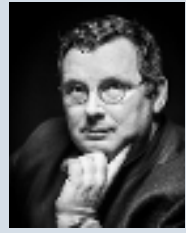
Im Bereich von KFS/BW 1 und IDW S 1 darf sich aus den unterschiedlichen Methoden keine Bandbreite ergeben.

³⁰ Vgl. Hager, RWZ 2013 S. 357.

In seinem Gutachten muss der Sachverständige die ermittelte Bandbreite auf einen Punkt verdichten, damit den Erfordernissen der Rechtsanwendung genüge getan werden kann. Die Bandbreite soll aber erkennbar bleiben.

Ing. Mag. Peter Hager ist Fachexperte beim Bundesweiten Fachbereich Einkommen- und Körperschaftsteuer im Bundesministerium für Finanzen, Österreich.

Kontakt: autor@der-betrieb.de.



Certified Valuation Analyst (CVA)

Ausbildung mit Auszeichnung auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung



Termine und Orte 2018

Ort	CVA-Training	CVA-Examen
Frankfurt	15.01.–19.01.2018	20.01.2018
Wien	16.04.–20.04.2018	21.04.2018
Hamburg	11.06.–15.06.2018	16.06.2018
Berlin	20.08.–24.08.2018	25.08.2018
Düsseldorf	10.09.–14.09.2018	15.09.2018
München/Starnberg	03.12.–07.12.2018	08.12.2018

Der CVA ist ein eigenständiger international anerkannter **Qualifikationsnachweis für Unternehmensbewerter**, den die European Association of Certified Valuators and Analysts (EACVA) anbietet und etabliert.



Zielgruppe: alle Berufsgruppen, die sich mit Bewertungen beschäftigen, u.a.: Beteiligungsmanager, Controller, Corporate Finance-Berater, Finanzanalysten, Investmentmanager, M&A-Berater, Mitarbeiter im Rechnungswesen, Rechtsanwälte, Steuerberater, vereidigte Buchprüfer, Wirtschaftsprüfer. Während der CVA-Trainingswoche vermitteln renommierte Bewertungsexperten internationales und nationales Wissen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen – praxisnah, umfassend, kompetent.

Referenten u.a.:

- WP StB Andreas Creutzmann, CVA
- WP StB MMag. Alexander Enzinger, CVA
- Wolfgang Kniest, CVA
- WP StB Prof. Dr. Ulrich Moser, CVA
- Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, CVA
- Dr. Andreas Tschöpel, CVA, CIIA, CEFA
- Stephan Waßmer, CVA

Weitere Informationen und Anmeldung unter: www.eacva.de/veranstaltungen/cva-trainingswoche
Für Fragen und Informationen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung: **Tel. +49 (0)69 247 487 911.**