

Ing. Mag. Peter Hager: Änderung KFS/BW 1 (2025) gegenüber KFS/BW 1 (2014)¹

Vorwort.....	3
0. Änderung Gliederung	3
1. Vorbemerkungen.....	4
2. Grundlagen	5
2.1. Bewertungsobjekt	5
2.2. Bewertungssubjekt	6
2.3. Bewertungsanlässe	6
2.4. Bewertungszwecke.....	7
2.5. Wertmaßstäbe.....	7
2.5.1. Grundlagen.....	7
2.5.2. Wertmaßstäbe	8
2.5.3. Objektivierter Unternehmenswert	9
2.5.4. Marktwert.....	10
2.5.5. Typisierter subjektiver Unternehmenswert	11
2.5.6. Schiedswert.....	12
2.6. Funktionen des Berufsberechtigten	12
2.7. Bewertungsansätze und Bewertungsverfahren	12
2.7.1. Überblick.....	12
2.7.2. Brutto- und Nettoverfahren	13
2.7.3. Gesamtbewertung und Sum-of-the-Parts-Ansatz	20
2.7.4. Fortführungswert und Liquidationswert.....	21
3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten	22
3.1. Stichtagsprinzip.....	22
3.2. Anwendung zweckadäquater Bewertungsverfahren.....	22
3.3. Betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	25
3.4. Liquidationswert als Wertuntergrenze	25
4. Bewertung mit kapitalwertorientierten Verfahren	26
4.1. Grundlagen	26
4.2. Ermittlung der finanziellen Überschüsse.....	27
4.2.1. Allgemeines.....	27
4.2.2. Informationsbeschaffung	29
4.2.3. Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse.....	29
4.2.4. Planungsrechnung	30
4.2.5. Rentenphase.....	32
4.2.6. Planung bei Wachstumsunternehmen	33
4.2.7. Plausibilitätsbeurteilung der Planung	34
4.2.8. Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung	37
4.3. Diskontierung der finanziellen Überschüsse	38
4.3.1. Allgemeines.....	38
4.3.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber	39
4.3.3. Renditeforderung der Fremdkapitalgeber.....	41
4.4. Anwendung unterschiedlicher kapitalwertorientierter Verfahren.....	42
4.5. Bewertung von Unternehmensanteilen	42
5. Bewertung mit marktpreisorientierten Verfahren.....	43
(Konzept)	43
5.1. Auswahl der Bezugsgrößen	43
5.2. Ermittlung der Multiplikatoren	44
5.3. Anwendung der Multiplikatoren	45
6. Besonderheiten bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten	46
6.1. Plausibilität aus Marktsicht.....	46

¹ Es wird darauf verwiesen, dass alle Angaben in dieser Unterlage trotz sorgfältiger Bearbeitung ohne Gewähr erfolgen und eine Haftung ausgeschlossen ist.
Das Dokument ist zur Verwendung als PDF gedacht. Nicht alle hinterlegten Internetlinks sind vollständig im Text abgedruckt.

6.2. Zu berücksichtigende Erfolgspotenziale	47
6.2.1. Unternehmenspolitik und Geschäftsmodell.....	47
6.2.2. Übertragbare Ertragskraft	48
6.2.3. Synergieeffekte.....	48
6.3. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen.....	49
6.4. Laufende Ertragsteuerwirkungen	49
6.5. Kapitalkosten	51
6.6. Diskontierung negativer Flows-to-Equity.....	51
6.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen.....	52
6.8. Fungibilitätsrisiko	52
6.9. Bewertung von Unternehmensanteilen	52
7. Besonderheiten bei der Ermittlung von Marktwerten	53
7.1. Veräußerungsfiktion	53
7.2. Anwendung von kapitalwertorientierten Verfahren.....	53
7.3. Anwendung von Multiplikatorverfahren	54
7.4. Fungibilitätsrisiko	55
7.5. Bewertung von Unternehmensanteilen	55
8. Besonderheiten bei der Ermittlung von typisierten subjektiven Unternehmenswerten	55
8.1. Plausibilität subjektiver Erwartungen	55
8.2. Zu berücksichtigende Erfolgspotenziale	56
8.2.1. Unternehmenspolitik und Geschäftsmodell.....	56
8.2.2. Managementfaktoren.....	56
8.2.3. Synergieeffekte.....	57
8.3. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen.....	57
8.4. Laufende Ertragsteuerwirkungen	58
8.5. Kapitalkosten	58
8.6. Diskontierung negativer Flows-to-Equity.....	58
8.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen.....	59
8.8. Fungibilitätsrisiko	59
©8.9. Bewertung von Unternehmensanteilen.....	59
(Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen).....	60
(Wachstumsunternehmen).....	60
(Ertragsschwache Unternehmen)	60
(Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen)	60
9. Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen	61
9.1. Merkmale	61
9.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts	62
9.3. Ermittlung der finanziellen Überschüsse.....	62
9.4. Unternehmerlohn	64
9.5. Übertragbare Ertragskraft.....	64
9.5.1. Grundlagen.....	64
9.5.2. Identifizierung von personenbezogenen Erfolgsbeiträgen	66
9.5.3. Anpassung der Ertragsplanung.....	66
9.6. Annahmen zur Lebensdauer.....	67
9.7. Eigenkapitalkosten.....	68
9.8. Multiplikatoren	69
10. Bewertung von Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag	70
11. Dokumentation und Berichterstattung	70
11.1. Dokumentation des Auftrags	70
11.2. Einsatz Künstlicher Intelligenz.....	71
11.3. Arbeitspapiere	71
11.4. Vollständigkeitserklärung	71
11.5. Gutachten	72
11.6. Weitergabe des Gutachtens	73
Anlage: Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewertungen	74
Randziffernfinder	75
Literatur.....	77

Fachgutachten	77
Bücher	77
Stichwortverzeichnis	77

Abbildung

Abbildung 2: Systematik der Wertmaßstäbe

8

Vorwort

Am 6.11.2025 beschloss der Fachsenat für Unternehmensbewertung der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung. Dieses ersetzt das alte Fachgutachten vom 6.3.2014. Diese Unterlage stellt die aktuellen und bisherigen Bestimmungen gegenüber.

0. Änderung Gliederung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
1. Vorbemerkungen	1. Vorbemerkungen
2. Grundlagen	2. Grundlagen
3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten	3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten
6. Liquidationswert^{b)}	3.4. <i>Liquidationswert als Wertuntergrenze</i>
4. Bewertung mit Diskontierungsverfahren	4. Bewertung mit <i>kapitalwertorientierten Verfahren</i>
5. Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren	5. Bewertung mit <i>marktpreisorientierten Verfahren</i>
	6. <i>Besonderheiten bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten^{a)}</i>
	7. <i>Besonderheiten bei der Ermittlung von Marktwerten</i>
	8. <i>Besonderheiten bei der Ermittlung von typisierten subjektiven Unternehmenswerten^{a)}</i>
7. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen	9. Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen
7.1. Wachstumsunternehmen	10. Bewertung von Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag
7.2. Ertragsschwache Unternehmen	
7.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen	
7.5. Kleine und mittlere Unternehmen	9. Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und <i>mittelgroßen</i> Unternehmen
7.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag	10. Bewertung von Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag
8. Bewertung von Unternehmensanteilen^{b)}	
9. Dokumentation und Berichterstattung	11. Dokumentation und Berichterstattung
Anlage: Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewertungen	Anlage: Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewertungen

^{a)} Bisher als Unterkapitel von 4.

^{b)} Auf die Einzelkapitel aufgeteilt.

1. Vorbemerkungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(1) Der Fachsenat für Unternehmensbewertung der Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen hat nach eingehenden Beratungen am 6. November 2025 das vorliegende Fachgutachten beschlossen, welches das Fachgutachten KFS/BW 1 vom 26. März 2014 ersetzt. Das vorliegende Fachgutachten ist von Berufsberechtigten auf Bewertungen anzuwenden, für die der Auftrag nach dem 30. Juni 2026 angenommen wird. Eine frühere Anwendung ist zulässig. ^s
(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.	(2) Dieses Fachgutachten legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Berufsberechtigte Unternehmen bewerten. Dem Fachsenat war es ein Anliegen, die derzeit international gängigen <i>Bewertungsmethoden</i> sowie die Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und <i>mittelgroßen</i> Unternehmen zu berücksichtigen. ^s
(5) Die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation gibt Empfehlungen zu Fragen der Unternehmensbewertung von allgemeiner Bedeutung ab.	Ergänzend zu diesem Fachgutachten gibt der Fachsenat für Unternehmensbewertung Empfehlungen zu Fragen der Unternehmensbewertung von allgemeiner Bedeutung ab. ^s
(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 Wirtschaftstreuhanders .	(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 eine fachgerechte Problemlösung im Einzelfall liegen muss. Die Auswahl und Anwendung der <i>Bewertungsmethode(n) (Bewertungsverfahren)</i> sowie Abweichungen von den vorgegebenen Grundsätzen liegen in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Berufsberechtigten. ^s
	(4) <i>Eine Unternehmensbewertung wird in Übereinstimmung mit diesem Fachgutachten durchgeführt, wenn die darin enthaltenen Vorgaben beachtet werden.</i>
(16) a) Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der	Erfordern gesetzliche Regelungen – etwa in Verbindung mit gesetzlich determinierten Wertmaßstäben – ein Abweichen von ledig-

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^s sinngemäß

erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach den für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.	lich einzelnen Vorgaben dieses Fachgutachtens, wird eine Unternehmensbewertung in Übereinstimmung mit diesem Fachgutachten durchgeführt, wenn alle übrigen Vorgaben dieses Fachgutachtens beachtet werden und die Abweichungen unter Hinweis auf die maßgeblichen gesetzlichen Regelungen im Gutachten offengelegt werden.
(4) Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten, bleiben insoweit von diesem Fachgutachten unberührt.	Wertfeststellungen, die aufgrund von vertraglichen oder auftragsbezogenen Regelungen nicht nach den Vorgaben dieses Fachgutachtens durchzuführen sind, bleiben insoweit von diesem Fachgutachten unberührt. ^s
	Vereinfachte Wertfindungen im Sinne der einschlägigen Empfehlungen des Fachsenats für Unternehmensbewertung genügen den Anforderungen dieses Fachgutachtens nicht und werden daher nicht in Übereinstimmung mit diesem Fachgutachten durchgeführt.

Rz. 4: Neu Hinweis auf vereinfachte Wertfindung.

2. Grundlagen

2.1. Bewertungsobjekt

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(6) Bewertungsobjekt (Gegenstand der Unternehmensbewertung) ist ein Unternehmen. Unter einem Unternehmen wird eine als Gesamtheit zu betrachtende wirtschaftliche Einheit verstanden.	(5) Gegenstand der Unternehmensbewertung ist ein Unternehmen oder ein Anteil an einem Unternehmen (Bewertungsobjekt).
In der Regel ist das ein rechtlich abgegrenztes Unternehmen, es kann aber auch ein Unternehmensverbund, eine Betriebsstätte, ein Teilbetrieb oder eine strategische Geschäftseinheit sein.	Das Bewertungsobjekt ist im <u>Gutachten</u> abzugrenzen.
(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.	(6) Unter einem Unternehmen wird eine auf Dauer angelegte Organisation selbständiger wirtschaftlicher Tätigkeit verstanden. ^s
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.	Bewertungsobjekt kann aber nicht nur das gesamte von einem Rechtsträger betriebene Unternehmen sein, sondern auch ein Teil davon, etwa in Form einer Betriebsstätte, eines Teilbetriebs oder einer strategischen Geschäftseinheit. Gleichmaßen kann

^s sinngemäß

^s Sinngemäß.

	<i>auch ein mehrere Rechtsträger umfassender Unternehmensverbund das Bewertungsobjekt darstellen.</i>
(8) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen.	

(8 alt) nicht übernommen, in KFS/BW 1 (2025) Rz. 52 ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen jedoch angeführt.

2.2. Bewertungssubjekt

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(9) Unternehmen sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte bezeichnet.	(7) Unternehmen und Unternehmensanteile sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte (<i>Investoren oder Eigenkapitalgeber</i>) bezeichnet. ^s
(10) Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsverfahren gehen davon aus, dass der Unternehmenswert unter Zugrundelegung ausschließlich finanzieller Ziele zu bestimmen ist.	(8) <i>Im Rahmen der Wertermittlung ist zu unterstellen, dass die jeweils maßgeblichen Bewertungssubjekte rational handeln, ausschließlich finanzielle Ziele verfolgen und risikoavers sind. Weitere Eigenschaften von Bewertungssubjekten können in Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungsanlass auch unter typisierenden Annahmen festgelegt werden. Etwaige typisierende Annahmen sind im Gutachten darzulegen.</i>

Rz. 7 Erg. Synonyme Investor und Eigenkapitalgeber.

Rz. 8: Die ausschließlich finanziellen Ziele wurden bisher bei den Bewertungsverfahren angeführt. Die Risikoaversion der Investoren und ihr rationales Handeln entspricht der bisherigen Praxis.

2.3. Bewertungsanlässe

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(9) 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 oder Unternehmensanteilen, Ein- und Austritt von Gesellschaftern in ein bzw. aus einem Unternehmen, Umgründung, Abfindung, <i>Rechnungslegung, steuerliche Vorschriften, Börseneinführung, Erbteilung, Feststellung von Pflichtteilsansprüchen, Enteignung, Kreditwürdigkeitsprüfung, Sanierung, wertorientierte Vergütung von Managern, wertorientierte Unternehmensführung und Strategiebewertung.</i> ^s

^s Sinngemäß.

^s sinngemäß

2.4. Bewertungszwecke

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(15) Aus der Gesamtheit der in der Realität vorkommenden Bewertungsanlässe können für die Praxis des Wirtschaftstreuhänders folgende bedeutsame Zwecksetzungen abgeleitet werden: a) Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts b) Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts c) Ermittlung eines Schiedswerts	(10) Für jede Unternehmensbewertung ist aus den Gegebenheiten des Bewertungsanlasses und etwaiger damit verbundener rechtlicher Vorgaben abzuleiten, welcher Bewertungszweck der Bewertung zugrunde zu legen ist. Der Bewertungszweck gibt an, wozu eine Bewertung durchgeführt werden soll. Der Bewertungszweck liegt in der Ermittlung eines Unternehmenswerts unter Beachtung der mit einem bestimmten Wertmaßstab verbundenen Prämissen.

In KFS/BW 1 (2014) war der Bewertungszweck die zentrale Größe der Unternehmensbewertung, der Zweck bestimmte die Funktion des Gutachters aber vor allem die Herangehensweise (Zweckadäquanz). Die wurde in KFS/BW 1 (2025) durch den Wertmaßstab übernommen.

2.5. Wertmaßstäbe

2.5.1. Grundlagen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(11) Mit der Auswahl des Wertmaßstabs („Basis of Value“ bzw. „Standard of Value“) werden die Prämissen festgelegt, auf deren Basis die Wertermittlung erfolgen soll. Der Wertmaßstab bestimmt die Vorgangsweise bei der Unternehmensbewertung, insbesondere die relevante Perspektive der Bewertung, den geeigneten Bewertungsansatz und das geeignete Bewertungsverfahren, die relevanten Bewertungsfaktoren sowie den Umfang der <u>erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen</u>.
	(12) Den jeweiligen Wertmaßstäben können unterschiedliche fundamentale Prämissen für die Wertermittlung (fundamentale Wertkonzepte) zugrunde liegen. Abhängig davon, ob die Bewertung aus der Perspektive eines konkreten oder eines abstrakten Bewertungsobjekts erfolgt, basieren Wertmaßstäbe auf einem subjektiven oder auf einem objektivierten Wertkonzept. Während individuelle Bewertungsfaktoren beim subjektiven Wertkonzept grundsätzlich berücksichtigt werden, werden sie beim objektivierten Wertkonzept zumindest teilweise ausgeblendet. Nach der Verwendungsprämisse können Wertmaßstäbe auf das Wertkonzept des Tauschwerts („Value in Exchange“) oder auf das Wertkonzept des Gebrauchswerts („Value to the Holder“) zurückgehen. Während die Wertermittlung beim Wertkonzept des Tauschwerts unter der <u>Annahme der Veräußerung</u> des Unternehmens erfolgt, wird beim Wertkonzept

	des Gebrauchswerts die <u>Annahme des dauerhaften Haltens</u> des Unternehmens(anteils) zugrunde gelegt.
--	--

Mit der Anknüpfung an den Wertmaßstab anstelle des Bewertungszwecks orientiert sich KFS/BW 1 (2025) an den internationalen Standards.

Die fundamentalen Wertkonzepte lassen sich zu zwei Paaren gruppieren, nach dem die Wertmaßstäbe eingeordnet werden können.

2.5.2. Wertmaßstäbe

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(13) Im Rahmen dieses Fachgutachtens werden für die Praxis bedeutsame Wertmaßstäbe aus betriebswirtschaftlicher Sicht definiert und voneinander abgegrenzt. Ihre Anwendung führt stets zu intersubjektiv nachvollziehbaren Unternehmenswerten. Konkret werden folgende Wertmaßstäbe behandelt: a) Objektivierter Unternehmenswert b) Marktwert c) Typisierter subjektiver Unternehmenswert d) Schiedswert
	(14) Der objektivierte Unternehmenswert und der Marktwert (als potentieller Marktpreis) stellen objektivierte Wertmaßstäbe dar und werden aus der Perspektive eines abstrakten Bewertungssubjekts ermittelt. Im Gegensatz dazu wird der typisierte subjektive Unternehmenswert aus der Perspektive eines konkreten Bewertungssubjekts auf Basis des subjektiven Wertkonzepts geschätzt. Der Schiedswert wird unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse der konkreten Bewertungssubjekte abgeleitet. Abbildung 1 veranschaulicht die Systematik dieser Wertmaßstäbe und grenzt sie vom – außerhalb des Anwendungsbereichs dieses Fachgutachtens liegenden – (rein) subjektiven Unternehmenswert (Grenzpreis) ab, in den individuelle Bewertungsfaktoren unabhängig von ihrer intersubjektiven Nachvollziehbarkeit stets in vollem Umfang einfließen.

Abbildung 1: Systematik der Wertmaßstäbe

Nachprüfbarkeit	Intersubjektiv nachvollziehbarer Unternehmenswert				Nicht intersubjektiv nachvollziehbarer Unternehmenswert
Perspektive	Abstraktes Bewertungssubjekt (Objektivierte Wertmaßstäbe)		Konkrete(s) Bewertungssubjekt(e) (Subjektive Wertmaßstäbe)		
Wertmaßstab	Objektivierter Unternehmenswert	Marktwert (Potentieller Marktpreis)	Schiedswert	Typisierter subjektiver Unternehmenswert	(Rein) subjektiver Unternehmenswert
Anwendungsbereich des Fachgutachten KFS/BW 1					

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(15) Bei normorientierten Bewertungen ist der rechtlich vorgegebene Wertmaßstab aus den für die Bewertung maßgeblichen rechtlichen Vorschriften abzuleiten und daraufhin zu untersuchen, welcher in diesem Fachgutachten definierte betriebswirtschaftliche Wertmaßstab ihm am ehesten entspricht. Soweit die rechtlichen Vorschriften es erfordern, von einzelnen Prämissen des gewählten betriebswirtschaftlichen Wertmaßstabs abzuweichen, etwa weil abweichende Annahmen zur Perspektive der Bewertung, zu den relevanten Bewertungsfaktoren oder zum Umfang der <u>erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen</u> zu treffen sind, ist die Bewertung entsprechend den rechtlichen Vorschriften zu modifizieren. Im Gutachten ist unter Hinweis auf die dafür maßgeblichen rechtlichen Vorschriften darzulegen, welcher betriebswirtschaftliche Wertmaßstab und welche allenfalls davon abweichenden Prämissen der Bewertung zugrunde gelegt wurden.

Laut Rz. 14 umfasst KFS/BW 1 (2025) vier Wertmaßstäbe: objektivierten Wert, Marktwert, typisiert subjektiver Wert und Schiedswert. Der fünfte Maßstab der rein subjektive Wert wird von KFS/BW 1 (2025) nicht geregelt

2.5.3. Objektivierter Unternehmenswert

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(16) Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt.	(16) Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden und objektivierenden Annahmen <i>aus der Perspektive eines Investors (Eigenkapitalgebers)</i> ermittelt, der über die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts in allen für die Bewertung wesentlichen Belangen informiert ist und die in Rz (8) beschriebenen Eigenschaften aufweist.
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.	Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich ausgehend von dem von der Unternehmensleitung verfolgten <i>Geschäftsmodell</i> mit <u>realistischen Zukunftserwartungen</u> im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt. ^s
	(17) Der objektivierte Unternehmenswert kommt bei Bewertungsanlässen zur Anwendung, bei denen ein Interessengegensatz zwischen verschiedenen Parteien besteht und eine

^s Sinngemäß.

	<i>Gleichbehandlung benötigt wird. Der objektivierte Unternehmenswert von Anteilen an Unternehmen ist stets – und somit unabhängig vom jeweiligen Beteiligungsausmaß – unter der typisierenden Annahme finanzieller Kontrolle zu ermitteln, sodass keine einseitigen Sondervorteile anderer Gesellschafter zu Lasten der Minderheiten oder Informationsasymmetrien zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern zu berücksichtigen sind.</i>
	<i>(18) Aus konzeptioneller Sicht stellt der objektivierte Unternehmenswert einen <u>Gebrauchswert</u> dar, der unter der Annahme des dauerhaften Haltens des Unternehmens(anteils) und unter Zugrundelegung idealtypischer Bedingungen auf Basis des objektivierten Wertkonzepts geschätzt wird. Unter idealtypischen Bedingungen stimmen Wert und Preis eines Unternehmens(anteils) überein, sodass der Gebrauchswert dem Tauschwert entspricht.</i>

Rz. 17 dem objektivierten Wert kommt im Steuerrecht keine Bedeutung zu.

Rz. 18 Der letzte Satz ist m.E. nur ein theoretischer Hinweis.

2.5.4. Marktwert

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	<i>(19) Der Marktwert entspricht dem erwarteten Betrag, zu dem ein Unternehmen oder ein Unternehmensanteil am Bewertungsstichtag zwischen vertragswilligen, voneinander unabhängigen Parteien unter fremdüblichen Bedingungen übertragen würde, wenn die Parteien im Rahmen eines angemessenen Veräußerungsverfahrens sachkundig, umsichtig und ohne Zwang handeln.</i>
	<i>(20) Der Marktwert beinhaltet keine Abgeltung von Eigenschaften des Unternehmens oder Unternehmensanteils, die nur für einen spezifischen Verkäufer oder Käufer wertrelevant sind, anderen Käufern aber nicht zugänglich sind.</i>
	<i>(21) Aus konzeptioneller Sicht stellt der Marktwert einen Tauschwert dar, der unter der Annahme der Veräußerung des Unternehmens(anteils) und unter Zugrundelegung der realen Marktbedingungen – und somit unter Berücksichtigung der in der Realität bestehenden Einflüsse auf den Preisbildungsprozess – auf Basis des objektivierten Wertkonzepts geschätzt wird.</i>
	<i>In der Realität können Einflüsse auf den Preisbildungsprozess insbesondere aus dem</i>

	<i>Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, den Möglichkeiten der Unternehmenseigner zur Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik (Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) sowie aus unterschiedlichen Informationsgrundlagen resultieren.</i>
--	--

Der Marktwert wurde als neuer Wertmaßstab eingeführt. Wie der objektivierte Wert ist er auf eine abstrakte Person gezogen. Im Gegensatz zu diesem ist er jedoch ein Gebrauchswert.

2.5.5. Typisierter subjektiver Unternehmenswert

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 Bewertungssubjekts ein. Für einen potentiellen Käufer bzw Verkäufer soll dieser Wert die relevante Preisober- bzw Preisuntergrenze aufzeigen.	(22) <i>Der typisierte subjektive Unternehmenswert entspricht dem unter intersubjektiv nachvollziehbaren Annahmen ermittelten Wert des Unternehmens(anteils) aus der Sicht eines konkreten Bewertungssubjekts. Er wird unter Berücksichtigung intersubjektiv nachvollziehbarer individueller Bewertungsfaktoren, wie etwa persönlicher Verhältnisse oder sonstiger Gegebenheiten (z.B. Synergiepotentiale) des Bewertungssubjekts, ermittelt.</i>
	<i>Aus konzeptioneller Sicht stellt der typisierte subjektive Unternehmenswert einen Gebrauchswert dar, der unter der Annahme des dauerhaften Haltens des Unternehmens(anteils) auf Basis des subjektiven Wertkonzepts geschätzt wird.</i>
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.	
	(23) <i>Soweit individuelle Bewertungsfaktoren intersubjektiv nicht nachvollziehbar sind, sind sie bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts typisierend durch Wertdeterminanten zu ersetzen, die in vergleichbaren Situationen als üblich bzw. typisch gelten können. Dies unterscheidet den typisierten subjektiven Unternehmenswert vom (rein) subjektiven Unternehmenswert, in den individuelle Bewertungsfaktoren unabhängig von ihrer intersubjektiven Nachvollziehbarkeit stets in vollem Umfang einfließen.</i>

Die Anforderungen an den typisierten subjektiven Wert sind höher als in KFS/BW 1 (2014) an den subjektiven Wert, entspricht aber der bisherigen guten Praxis.

2.5.6. Schiedswert

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 Bewertungssubjekte in angemessenem Umfang einbezieht, stellt der Schiedswert einen fairen und angemessenen Interessenausgleich zwischen den betroffenen Bewertungssubjekten dar.	(24) Der Schiedswert eines Unternehmens(an-teils) wird in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wertvorstellungen der Parteien ausschließlich nach sachlichen Gesichtspunkten festgestellt oder vorgeschlagen. Indem er die Investitionsalternativen und die <i>intersubjektiv nachvollziehbaren</i> persönlichen Verhältnisse der <i>betroffenen</i> Bewertungssubjekte in angemessenem Umfang einbezieht, stellt der Schiedswert einen fairen und angemessenen Interessenausgleich zwischen den betroffenen Bewertungssubjekten dar. ^s

2.6. Funktionen des Berufsberechtigten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(21) Der Wirtschaftstreuhänder kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters/ Vermittlers tätig werden.	(25) Der <i>Berufsberechtigte</i> kann in der Funktion eines neutralen Gutachters , eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters tätig werden. ^s
	<i>Die Funktion, in der der Berufsberechtigte tätig wird, ist unter Wahrung der Berufsgrundsätze sowie unter Berücksichtigung der Gegebenheiten des Bewertungsanlasses und der Adressaten des Gutachtens festzulegen und im Gutachten zu erläutern.</i>

Die Tätigkeit des Gutachters ergibt sich nach KFS/BW 1 (2014) aus dem Bewertungszweck. Unklar ist woraus sich die Funktion des Gutachters in KFS/BW 1 (2025) ergibt.

2.7. Bewertungsansätze und Bewertungsverfahren

2.7.1. Überblick

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(26) Zur Bestimmung des Unternehmenswerts unter der Annahme ausschließlich finanzieller Ziele stehen grundsätzlich der kapitalwertorientierte Bewertungsansatz (<i>Income Approach</i>), der marktpreisorientierte Bewertungsansatz (<i>Market Approach</i>) und der kostenorientierte Bewertungsansatz (<i>Cost Approach</i>) zur Verfügung. Diesen Bewertungsansätzen lassen sich jeweils unterschiedliche Bewertungsverfahren zuordnen.
	(27) Beim Income Approach wird der Unternehmenswert mit Hilfe von <u>kapitalwertorientierten Verfahren</u> (<u>Diskontierungsverfahren</u>)

^s Sinngemäß.

^s sinngemäß

	ren) als Barwert der finanziellen Überschüsse abgeleitet, die aus der Fortführung oder aus der Liquidation des zu bewertenden Unternehmens erzielt werden. Zu den kapitalwertorientierten Verfahren zählen insbesondere die <u>Discounted Cash-Flow-Verfahren</u> (DCF-Verfahren) und das <u>Ertragswertverfahren</u> .
(12) Bei Marktpreisorientierten 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 118ff).	
	(28) Beim Market Approach wird der Unternehmenswert als potentieller Marktpreis mit Hilfe von marktpreisorientierten Verfahren (<u>Multiplikatorverfahren</u>) aus einem Vergleich des zu bewertenden Unternehmens mit vergleichbaren Unternehmen ermittelt, für die Preisinformationen vorliegen. Zu den marktpreisorientierten Verfahren zählen: a) Verfahren, bei denen Multiplikatoren aus Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen abgeleitet werden (<u>Recent Transactions/Acquisitions Method</u>) b) Verfahren, bei denen Multiplikatoren aus Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden (<u>Similar Public Company Method</u>) c) die Verwendung von <u>Erfahrungssätzen</u>
	(29) Beim Cost Approach wird der Unternehmenswert aus den Kosten eines hypothetischen Unternehmensnachbaus abgeleitet. Zum Cost Approach zählen <u>Substanzwertverfahren</u> auf Basis von Rekonstruktionswerten (für ein identes Unternehmen) oder auf Basis von Wiederbeschaffungskosten (für ein nutzenäquivalentes Unternehmen).

E-KFS/BW 1 (2024) unterscheidet drei **Bewertungsansätze**, das sind Gruppen von Bewertungsverfahren:

- a) Income Approach: das sind die kapitalwertorientierten Verfahren (vgl. Rz. 57 ff),
- b) Market Approach: das sind die marktpreisorientierten Verfahren (vgl. Rz. 110 ff) und
- c) Cost Approach: das Substanzwertverfahren für die Make-or-Buy-Entscheidung (vgl. Rz. 51).

2.7.2. Brutto- und Nettoverfahren

(Grundsätzliches)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 <i>in der Regel als</i> zulässig erachtet, vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sowohl bei den zu diskontierenden Cash Flows als auch im <i>Diskontierungssatz</i> 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.	

(Free-Cash-Flow FCF)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	
---	--

Die Formel des Free-Cash-Flow wurde leider nicht übernommen.

(Bruttoverfahren)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(30) Bei den Bruttoverfahren (Entity-Ansatz) wird in <i>einem ersten Schritt der Brutto-Unternehmenswert (Wert des Gesamtkapitals bzw. Enterprise Value)</i> aus der Sicht der Eigen- und Fremdkapitalgeber bestimmt. Danach wird durch Abzug des <i>Werts der (Netto-)Finanzverbindlichkeiten der Netto-Unternehmenswert (Wert des Eigenkapitals)</i> ermittelt. ^s
(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.	(31) Der Wert des verzinslichen Fremdkapitals entspricht bei marktkonformer Verzinsung in der Regel dem Nominalwert des Fremdkapitals. Wird das Fremdkapital niedriger oder höher verzinst, als es dem <i>Marktzinssatz</i> entspricht, ergibt sich der Wert des Fremdkapitals aus den mit dem Marktzinssatz diskontierten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber. ^s
(32) 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.	(32) Von den kapitalwertorientierten Verfahren zählen das WACC-Verfahren (Weighted Average Cost of Capital-Verfahren) <i>auf Basis von Free Cash-Flows (FCF) sowie auf Basis von Total Cash-Flows (TCF)</i> und das <u>APV-Verfahren</u> (Adjusted Present Value-Verfahren) zu den Bruttoverfahren. ^s
(38) Beim WACC-Verfahren wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung der Free Cash-Flows mit dem WACC ermittelt.	(33) Beim WACC-Verfahren <i>auf Basis von FCF</i> wird der Wert des Gesamtkapitals durch Diskontierung der FCF mit dem WACC ermittelt. ^w
Der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.	
(39) Der <u>WACC</u> 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.	Der WACC ist ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber) und Fremdkapitalkosten (Renditeforderung der Fremdkapitalgeber). ^w

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

	<i>Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Werte von Eigen- und Fremdkapital.</i>
	<i>Die <u>Eigenkapitalkosten</u> beinhalten auch das dem jeweiligen periodenspezifischen Verschuldungsgrad entsprechende Kapitalstrukturrisiko. Die <u>Fremdkapitalkosten</u> sind um die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung (Tax Shield) zu vermindern, weil diese Steuerersparnis im FCF nicht berücksichtigt wird.</i>
	<i>Beim WACC-Verfahren auf Basis von TCF sind hingegen die FCF nach Abzug der tatsächlich zu zahlenden Unternehmenssteuern mit einem gewogenen Kapitalkostensatz der Eigen- und der Fremdkapitalgeber ohne Berücksichtigung des Tax Shield zu diskontieren.</i>
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.	
(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, so dass sowohl der WACC im Zeitablauf nicht konstant bleibt als auch periodenspezifische Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw. des Beta Faktors (vgl. Rz 103ff) aufgrund des sich ändernden Kapitalstrukturrisikos notwendig werden.	
(42) Eine vereinfachte Anwendung des WACC-Verfahrens besteht darin, eine im Zeitablauf konstante Kapitalstruktur (<u>Zielkapitalstruktur</u>) 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.	
(43a) 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.	(34) Beim APV-Verfahren wird zunächst unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung der Wert des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens ermittelt. Dazu werden die <i>FCF</i> mit den <u>Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens</u> diskontiert, so dass das Erfordernis der Verwendung periodenspezifischer Diskontierungssätze entfällt. Der Wert des unverschuldeten Unternehmens wird um den Barwert der durch die Verschuldung bewirkten <u>Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen (Tax Shields)</u> erhöht.^s
(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 <u>risikoadäquater Zinssatz</u> zu verwenden. Die diesbezüglich getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten zu erläutern und zu begründen.	<i>Zur Diskontierung der Tax Shields ist ein <u>risikoadäquater Zinssatz</u> zu verwenden.</i>
(43b) Die Summe aus Marktwert des unverschuldeten Unternehmens und Wertbeitrag der Tax Shields ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals.	<i>Der Wert des Gesamtkapitals wird als Summe des Werts des unverschuldeten Unternehmens und des Wertbeitrags der Tax Shields ermittelt.^s</i>
Nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value).	
— Barwert der Free Cash Flows bei Diskontierung mit $r(EK)_u$ + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	

^s sinngemäß

^s sinngemäß

= Marktwert des unverschuldeten Unternehmens + Marktwerthöhung durch Fremdfinanzierung (Wertbeitrag der Tax Shields) = Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens — Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals = Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) $r(EK)_u$ = Eigenkapitalkosten für das unverschuldete Unternehmen	
(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.	
	(35) Multiplikatorverfahren stellen Bruttoverfahren dar, wenn eine Bezugsgröße vor Abzug von Fremdkapitalzinsen verwendet wird, wie etwa Earnings before Interest and Taxes (EBIT), Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) oder Umsatz.

(Nettoverfahren)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(33) Bei den Nettoverfahren wird der Wert des Eigenkapitals direkt durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse (Flows to Equity) ermittelt.	(36) Bei den Nettoverfahren (Equity-Ansatz) wird <u>direkt</u> der <u>Wert des Eigenkapitals (Equity Value)</u> ermittelt. ^s
Zu den Nettoverfahren gehören das Ertragswertverfahren und der Equity-Ansatz als Variante der DCF-Verfahren.	Bei den kapitalwertorientierten Verfahren erfolgt dies durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse (Flows to Equity) im Rahmen des Equity-Ansatzes der DCF-Verfahren, des Dividend Discount Model und des Ertragswertverfahrens . ^s
	<u>Multiplikatorverfahren</u> stellen Nettoverfahren dar, wenn eine Bezugsgröße nach Abzug von Fremdkapitalzinsen verwendet wird, wie etwa Earnings before Taxes (EBT) oder Jahresüberschuss.

^s sinngemäß

^s sinngemäß

	(37) Bei identen Annahmen zu den finanziellen Überschüssen und zur Ableitung der Kapitalkosten kommen Brutto- und Nettoverfahren zum gleichen Ergebnis und entspricht das Ertragswertverfahren dem Equity-Ansatz der DCF-Verfahren.
--	--

Zu Rz. 38: Beschreibt das Prinzip der Konsistenz der Bewertungsverfahren.

(Equity-Ansatz)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(46) Beim <i>Equity Ansatz</i> werden die den Unternehmenseignern zufließenden <i>finanziellen Überschüsse</i> (Flows to Equity) mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen <i>diskontiert</i> .	
(47) <i>Ausgehend vom Free Cash Flow lässt sich der Flow to Equity wie folgt ermitteln:</i>	
— Free Cash Flow (FCF) — Fremdkapitalzinsen + Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield) +/- Erhöhung/Verminderung des verzinslichen Fremdkapitals = Flow to Equity (FTE)	
<i>Der Flow to Equity entspricht den im Rahmen der integrierten Unternehmensplanung ermittelten Zahlungsströmen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Eigenkapitalgebern.</i>	

Erläuterungen zum FTE-Verfahren und Flow to Equity (FTE) wurden nicht übernommen.

(Ertragswertverfahren)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(48) Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden <i>finanziellen Überschüsse</i> ermittelt.	
(49) Bei <i>identen Annahmen</i> 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 Bewertungssubjekts festgelegt werden. Die Festlegung des Diskontierungssatzes auf Basis von individuellen Verhältnissen oder Vorgaben führt zur Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (siehe dazu Rz (113)).	
--	--

Erläuterungen des Ertragswertverfahren wurden nicht übernommen.

2.7.3. Gesamtbewertung und Sum-of-the-Parts-Ansatz

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(38) Der Wert eines Unternehmens oder eines Unternehmensverbunds (<i>Konzerns</i>) kann entweder auf Basis einer Gesamtbewertung (<i>Konzernbewertung</i>) oder einer sog. Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP-Bewertung) ermittelt werden. Bei der Anwendung von DCF-Verfahren basiert eine Gesamtbewertung des Unternehmens oder eines Konzerns auf einheitlichen Annahmen zur Entwicklung der bewertungsrelevanten Cash-Flows und Kapitalkosten. Im Rahmen einer SOTP-Bewertung erfolgt hingegen zunächst eine gesonderte Bewertung der einzelnen Teile des Unternehmens oder Konzerns, etwa von Segmenten, strategischen Geschäftseinheiten oder Beteiligungen, und danach eine Addition der Werte der einzelnen Teile zum Gesamtwert, wobei der Barwert etwaiger zentraler Verwaltungskosten zu berücksichtigen ist. Unter identen Annahmen führen die Gesamtbewertung (Konzernbewertung) und die SOTP-Bewertung zu identen Ergebnissen.
	(39) Ob eine Konzernbewertung oder eine SOTP-Bewertung zweckmäßig erscheint, ist anhand der spezifischen Verhältnisse und der verfügbaren Daten im Einzelfall zu beurteilen. Bei der Bewertung eines Unternehmensverbunds können ein geringer Integrationsgrad von Segmenten oder strategischen Geschäftseinheiten sowie unterschiedliche Wachstumserwartungen und Risikostrukturen für eine SOTP-Bewertung sprechen.
	(40) Der Wert vermögensverwaltender Gesellschaften (z.B. Holdings, Immobiliengesellschaften) kann mit Hilfe der Net Asset Value-Methode (NAV-Methode) ermittelt werden, die eine Ausprägungsform der SOTP-Bewertung darstellt. Dabei wird der

	<i>Net Asset Value (NAV) im Allgemeinen als Wert des Eigenkapitals der vermögensverwaltenden Gesellschaft unter der Annahme der Fortführung geschätzt, indem von der Summe der Werte der einzelnen wesentlichen Vermögensgegenstände (z.B. Beteiligungen, Immobilien) und des Werts des übrigen Vermögens der Wert der Schulden sowie der Barwert übriger Cash-Flows, z.B. aus etwaigen Verwaltungskosten, abgezogen werden. In Abhängigkeit von der zugrunde gelegten Verwendungsprämisse kommt darüber hinaus der Abzug etwaiger Steuerlatenzen in Betracht.</i>
--	---

Rz. 38 f: Die Frage nach Gesamt- oder Sum-of-the-Parts-Bewertung wurde neu eingefügt und ist vor allem bei Konzernbewertung relevant.

Rz. 40 die Net Asset Value-Methode wurde neu eingeführt.

2.7.4. Fortführungswert und Liquidationswert

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(41) <i>Der Wert eines Unternehmens kann entweder unter der Prämisse der Fortführung des Unternehmens („going concern“) als Fortführungswert (Zukunftserfolgswert) oder unter der Prämisse der Auflösung (Liquidation) des Unternehmens als Liquidationswert ermittelt werden.^s</i>
	(42) <i>Der Fortführungswert entspricht jenem Unternehmenswert, der sich aus der Fortführung des Unternehmens über einen als maßgeblich erachteten Zeitraum ergibt.</i>
(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.	(43) <i>Der Liquidationswert entspricht jenem Unternehmenswert, der sich aus der Abwicklung des Unternehmens im Sinne einer hypothetischen Gesamtliquidation des Unternehmens auf Basis eines Liquidationskonzepts unter Beachtung des Grundsatzes der bestmöglichen Verwertung des Unternehmensvermögens unter rein finanziellen Zielsetzungen ergibt.^s</i>
Die Abhängigkeit des Liquidationswerts von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit ist zu beachten.	<i>Das Liquidationskonzept legt sowohl den zeitlichen Rahmen der Liquidation (<u>Zerschlagungsgeschwindigkeit</u>) als auch den Grad der Teilung der Vermögenseinheiten (<u>Zerschlagungsintensität</u>) fest.^s</i>
	<i>Der Liquidationswert ist mit Hilfe eines kapitalwertorientierten Verfahrens als Barwert der finanziellen Überschüsse zu ermit-</i>

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^s sinngemäß

	teln, die sich auf Basis des <u>Liquidationsplans</u> aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen ergeben.^s
--	---

3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten

3.1. Stichtagsprinzip

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(44) 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. ^w
Ab diesem Zeitpunkt sind die finanziellen Überschüsse in die Unternehmensbewertung einzubeziehen.	
	<i>Die Höhe des Unternehmenswerts hängt entscheidend von den Verhältnissen und Erwartungen am Bewertungsstichtag ab.</i>
(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.	(45) Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts sind alle <i>dafür</i> 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 sie bereits zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt und <i>bei angemessener Sorgfalt erkennbar waren. Erkennbarkeit zum Bewertungsstichtag war gegeben, wenn es zumindest überwiegend wahrscheinlich erscheint, dass diese Entwicklungen bereits am Bewertungsstichtag erwartet wurden.</i> ^s

3.2. Anwendung zweckadäquater Bewertungsverfahren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(22) Da mit einem Bewertungsanlass unterschiedliche Bewertungszwecke verbunden sein können, ist die Aufgabenstellung für die Unternehmensbewertung allein aus dem mit der Bewertung verbundenen Zweck ab-	

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

^s Sinngemäß.

zuleiten. 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 Wirtschaftstreuhänder tätig wird, festgelegt werden.	
	(46) Bei der Auswahl des Bewertungsverfahrens ist auf dessen Tauglichkeit und Aussagekraft zur Erfüllung des festgelegten Bewertungszwecks für den konkreten Bewertungsanlass abzustellen. Dabei ist auch auf die Verfügbarkeit von für das Bewertungsobjekt relevanten (Markt-)Daten sowie auf das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens Bedacht zu nehmen.
	(47) Die Tauglichkeit und Aussagekraft marktpreisorientierter Verfahren zur Erfüllung des festgelegten Bewertungszwecks für den konkreten Bewertungsanlass hängen entscheidend von der <u>Aussagekraft der erhobenen Multiplikatoren</u> ab. Die Verwendung von Erfahrungssätzen führt zu Wertfeststellungen, die den Anforderungen dieses Fachgutachtens nicht genügen. Sie können aber in einzelnen Fällen zur Beurteilung der <u>Plausibilität von Bewertungsergebnissen</u> herangezogen werden.
(26) Dem Substanzwert, verstanden als Rekonstruktionszeitwert (Vermögen abzüglich Schulden) des betriebsnotwendigen Vermögens, kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.	(48) Substanzwertverfahren (s. Rz (29)) kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts unter ausschließlich finanziellen Zielsetzungen keine eigenständige Bedeutung zu. Sie können aber in einzelnen Fällen zur Beurteilung der <u>Plausibilität von Bewertungsergebnissen</u> herangezogen werden.
	(49) Besteht die relevante Alternative zum Erwerb eines Unternehmens in dessen Nachbau oder der Neuerrichtung eines vergleichbaren Unternehmens (Make-or-Buy-Entscheidung), kann der Unternehmenswert als Barwert der Differenzen zwischen den finanziellen Überschüssen bei Unternehmenserwerb (unter Außerachtlassung des Kaufpreises) und jenen bei Nachbau oder Neuerrichtung ermittelt werden.
	(50) Der objektivierte Unternehmenswert, der typisierte subjektive Unternehmenswert und der Schiedswert werden mit Hilfe eines <u>kapitalwertorientierten Verfahrens</u> ermittelt.

(17)a Die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist zu beurteilen. Dies kann ua durch Anwendung eines <u>Multiplikatorverfahrens</u> erfolgen.	Die Plausibilität des Bewertungsergebnisses ist durch die Anwendung eines anderen Bewertungsansatzes, insbesondere durch die Anwendung eines <u>marktpreisorientierten Verfahrens</u> , zu beurteilen.
(17)b 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 <u>Börsenkurse</u> oder <u>Transaktionspreise</u> zu beurteilen.	Notieren Anteile am zu bewertenden Unternehmen an einer <u>Börse</u> oder liegen für das zu bewertende Unternehmen Informationen über realisierte <u>Transaktionspreise</u> in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag vor, ist die Plausibilität des Bewertungsergebnisses durch eine Analyse dieser <u>Börsenkurse</u> oder Transaktionspreise zu beurteilen. ^w
	<i>Dabei sind auch Angebotspreise zu berücksichtigen, die sich aus verbindlichen Kaufangeboten für das Bewertungsobjekt in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag ergeben.</i>
(17)b Führt die Plausibilitätsbeurteilung zu wesentlichen Abweichungen vom Bewertungsergebnis auf Basis eines Diskontierungsverfahrens, sind die Abweichungen zu analysieren und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses zu würdigen.	Führt die Plausibilitätsbeurteilung zu wesentlichen Abweichungen vom ermittelten Bewertungsergebnis, sind die <u>Abweichungen zu analysieren</u> und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses zu würdigen. ^w
	(51) Der Marktwert ist vorrangig aus realisierten Preisen (Marktpreisen bzw. Börsenkursen, Transaktionspreisen oder verbindlichen Kaufangeboten) abzuleiten, die sich in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag für das zu bewertende Unternehmen oder die zu bewertenden Unternehmensanteile gebildet haben. Liegen derartige realisierte Preise nicht vor oder ist ihre Aussagekraft oder Vergleichbarkeit gemessen an den in den Rz (19) ff. definierten Anforderungen eingeschränkt, wird der Marktwert durch <u>gleichzeitige</u> Anwendung sowohl eines kapitalwertorientierten Verfahrens als auch eines marktpreisorientierten Verfahrens ermittelt. Resultiert aus der Anwendung der unterschiedlichen Bewertungsverfahren eine Wertbandbreite, sind die Gründe für die Wertabweichung zu analysieren. Auf dieser Grundlage ist der Marktwert unter Würdigung der Aussagekraft der angewendeten Bewertungsverfahren für den konkreten Einzelfall aus der ermittelten Wertbandbreite abzuleiten. Können im Einzelfall keine ausreichend aussagekräftigen Multiplikatoren oder Bezugsgrößen erhoben

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

	werden, wird der Marktwert ausnahmsweise nur durch Anwendung eines kapitalwertorientierten Verfahrens ermittelt.
--	--

Rz. 49: Die Make-or-Buy-Entscheidung entspricht m.E. nicht dem Stand der Wissenschaft. Die Formel entspricht dem Firmenwert, nicht aber dem Unternehmenswert.

Rz. 51: Der Marktwert wird durch GLEICHZEITIGE Anwendung von kapitalwert- und marktwertorientierten Verfahren ermittelt. Bei den marktwertorientierten Verfahren gelten m.E. die in Hager (2014), S. 1122 geäußerten Bedenken zur Datenlage bei Multiplikatoren.

3.3. Betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(25) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit der immateriellen und materiellen Gegenstände sowie Schulden, die dem Unternehmen für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen.	(52) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit der materiellen und immateriellen ² <i>Vermögensgegenstände</i> sowie Schulden, die dem <i>Bewertungsobjekt</i> für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen. ^s
(8) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen. (27) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (z.B. betrieblich nicht genutzte Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).	<i>Demgegenüber umfasst das nicht betriebsnotwendige Vermögen jene Vermögensteile, die <i>funktional</i> für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (z.B. betrieblich nicht genutzte Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).^s</i>
(28) Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt grundsätzlich zum Barwert der daraus resultierenden künftigen finanziellen Überschüsse. Untergrenze ist der Liquidationswert.	(53) <i>Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens müssen die nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile einschließlich etwaiger zugehöriger Schulden unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwertung gesondert bewertet werden. Übersteigt der Liquidationswert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile unter Berücksichtigung von Steuerwirkungen den Barwert ihrer finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen, stellt die Veräußerung dieser Vermögensteile die vorteilhaftere Verwertung dar. In diesem Fall sind Annahmen über die Verwendung der durch die fingierte Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens freigesetzten Mittel zu treffen.</i>

Rz. 53: übernimmt die Prämissen des Paulaner-Erkenntnisses.

3.4. Liquidationswert als Wertuntergrenze

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(13) Die Untergrenze für den Unternehmenswert bildet der Liquidationswert (siehe Rz 132f), sofern der Liquidation nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.	(54) <i>Aus betriebswirtschaftlicher Sicht bildet der Liquidationswert die Untergrenze für den Unternehmenswert, wenn weder <u>rechtliche</u></i>

² Wortfolge geändert

^s sinngemäß

^s sinngemäß

	<i>noch tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung bestehen.^s</i>
	<i>Bei rechtlichen Vorgaben für die Wertermittlung ist zu untersuchen, ob der Liquidationswert als Wertuntergrenze zu berücksichtigen ist. Darüber ist im Gutachten zu berichten.</i>
	<i>(55) Die in Rz (54) genannten Grundsätze gelten für alle in diesem Fachgutachten behandelten Wertmaßstäbe. Bei der Ermittlung von Marktwerten und typisierten subjektiven Unternehmenswerten von Anteilen an Unternehmen ist allerdings anhand deren rechtlicher Ausstattung zu untersuchen, inwieweit eine etwaige fehlende Durchsetzbarkeit eines Liquidationsbeschlusses gegen die Heranziehung des (anteiligen) Liquidationswerts als Wertuntergrenze spricht.</i>

Der Liquidationswert ist der Mindestwert bei kapitalwertorientierten Verfahren, Lt Rz. 55 ist bei Anteilsbewertungen

Anteilswerte beim Marktwert und typisiert subjektiven Wert zu untersuchen, ob ein Liquidationsbeschluss durchsetzbar ist.

4. Bewertung mit kapitalwertorientierten Verfahren

4.1. Grundlagen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	
(11) Bei <i>Diskontierungsverfahren</i> 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.	(56) Der Unternehmenswert ergibt sich bei kapitalwertorientierten Verfahren (DCF-Verfahren, Ertragswertverfahren) aus der Diskontierung der <u>künftigen finanziellen Überschüsse</u> unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahrens entsprechenden <u>Diskontierungssatzes</u> . ^s
(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.	(57) Jede Investition in ein Unternehmen ist mit dem Risiko verbunden, dass künftige finanzielle Überschüsse nicht in der erwarteten Höhe – und somit höher oder niedriger als erwartet – anfallen.

^s Sinngemäß.

^s Sinngemäß.

(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.	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 in diesem Fachgutachten von ihrer Anwendung ausgegangen. ^w
(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.	(58) Werden die Risikozuschläge aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, spricht man von <u>marktorientierten Risikozuschlägen</u> bzw. Risikoprämien. Sie werden in der Regel auf Grundlage des <u>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</u> ermittelt. ^s
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.	Risikoprämien nach dem CAPM enthalten nur eine Abgeltung für das <u>systematische Risiko</u> , weil unterstellt wird, dass das <u>unsystematische Risiko</u> durch vollständige Diversifikation des Investors eliminiert wird. ^w

Rz. 56: Die **Diskontierungsverfahren** heißen nunmehr kapitalwertorientierte Verfahren. Sie stellen einen Income Approach (vgl. Rz. 26) dar.

(31 alt): Gestrichen, inhaltlich aber weiter gültig. Die Aussagen finden sich z.T. in Rz. 56.

Ex NN

4.2. Ermittlung der finanziellen Überschüsse

4.2.1. Allgemeines

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(51) Die <i>Planung</i> 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.	(59) Die Planung der finanziellen Überschüsse stellt ein zentrales Element jeder Unternehmensbewertung dar. Sie basiert auf der Beschaffung von unternehmens- und marktbezogenen Informationen und einem hinreichenden Verständnis des Geschäftsmodells des zu bewertenden Unternehmens und dessen wesentlicher Erfolgsfaktoren.
(66) Die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse sollen Erwartungswerte repräsentieren.	(60) Bei Anwendung der international gebräuchlichen Risikozuschlagsmethode (s. Rz (57)) sollen die zu diskontierenden künftigen

^w Wortwörtlich

^s Sinngemäß.

^w Wortwörtlich

	<i>tigen finanziellen Überschüsse Erwartungswerte auf Basis des Informationsstands zum Bewertungsstichtag repräsentieren.^s</i>
Die Erwartungswerte können auch aus <u>Szenarien</u> abgeleitet werden, denen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden.	Die Erwartungswerte können auch aus Szenarien abgeleitet werden, denen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. ^w
Der wahrscheinlichste Wert (Modalwert) der künftigen finanziellen Überschüsse kann vom Erwartungswert abweichen.	
	<i>Eine Planungsrechnung, die die Erwartungswerte der künftigen finanziellen Überschüsse ausweist, stellt eine erwartungstreue Planung dar.</i>
	<i>(61) Die von der Unternehmensleitung als Grundlage der Unternehmensbewertung vorgelegte Planung („Management-Planung“) ist dahingehend zu beurteilen, ob sie erwartungstreue Planansätze für die finanziellen Überschüsse ausweist. Dabei ist der Zweck zu beachten, für den die zu beurteilende Management-Planung erstellt wurde (etwa zur Abbildung von Zielgrößen für die Unternehmenssteuerung, von ambitionierten Werten, von realistischen Werten oder von konservativen Werten). Soweit keine erwartungstreuen Planansätze ausgewiesen werden, sind entsprechende Anpassungen vorzunehmen (s. Rz (93)).</i>
(67) Bei der Ermittlung der Erwartungswerte ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die ua aus Ratings abgeleitet werden können.	(62) Bei der Ermittlung der Erwartungswerte ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die u.a. aus <u>Ratings</u> abgeleitet werden können. ^w
	<i>Sind <u>externe Ratings</u> für das zu bewertende Unternehmen nicht verfügbar, kann auf sog. <u>synthetische Ratings</u> zurückgegriffen werden.</i>

Rz 59: M.E. verlor die Aussage durch die Überarbeitung in der Endfassung an Klarheit. Inhaltlich m.E. keine Abweichung.

Begriff des **Modalwertes** in KFS/BW 1 (2014) Rz. 66 wurde in der Endfassung KFS/BW 1 (2025) Rz. 60 leider nicht übernommen. Dafür wurde die **erwartungstreue Planung** in Rz. 60 definiert.

Rz. 62: Das Rating ist primär durch ein externes Rating zu berücksichtigen. Soweit dieses nicht zur Verfügung steht, kann ein synthetisches Rating³ angewandt werden.

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

³ Das ist ein rechnerisches Rating, das nicht von einer Agentur erstellt wurde.

4.2.2. Informationsbeschaffung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(52) Grundsätzlich sind <u>alle Informationen</u> zu erheben, die für die Planung der finanziellen Überschüsse des Unternehmens von Bedeutung sind. Dazu gehören in erster Linie zukunftsbezogene unternehmens- und marktorientierte Informationen. <u>Unternehmensbezogene Informationen</u> sind insbesondere interne Plandaten sowie Analysen der Stärken und Schwächen des Unternehmens und der von diesem angebotenen Leistungen. <u>Marktbezogene Informationen</u> sind unter anderem Daten über die Entwicklung der Branche, der Konkurrenzsituation und der bearbeiteten Absatzmärkte, aber auch langfristige gesamtwirtschaftliche sowie länder- und branchenspezifische Trendprognosen.	(63) Für die Planung der finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich zukunftsgerichtete unternehmens- und marktbezogene Informationen heranzuziehen. Unternehmensbezogene Informationen sind beispielsweise interne Plandaten der Unternehmensleitung, Daten aus Jahres- und (Teil-)Konzernabschlüssen sowie der Nachhaltigkeitsberichterstattung, interne Ergebnisrechnungen sowie Analysen der Stärken und Schwächen, Opportunitäten und Bedrohungen (<u>SWOT-Analyse</u>) des zu bewertenden Unternehmens. Marktbezogene Informationen sind u.a. Daten über die Entwicklung der Branche, der Konkurrenzsituation und der Beschaffungs- und Absatzmärkte, aber auch Kapitalmarktdaten und volkswirtschaftliche Informationen mit Bezug auf das jeweilige Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens. Grundsätzlich sind alle Informationen zu beschaffen, deren Berücksichtigung einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis hat. Eine Verminderung des Analyse- und Erhebungsumfangs erscheint daher insbesondere dann sachgerecht, wenn ein höherer Umfang im Einzelfall keine wesentliche Verbesserung der Schätzgenauigkeit erwarten lässt.
(53) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als Orientierungsgrundlage für die Planung künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätskontrollen.	(64) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als <i>Ausgangspunkt</i> für die Planung zukünftiger Entwicklungen und als <i>Grundlage</i> für <u>Plausibilitätsbeurteilungen</u> . ^s
(54) Der Wirtschaftstreuhänder hat die Vollständigkeit und die Verlässlichkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen.	(65) Der <i>Berufsberechtigte</i> hat die Vollständigkeit und die Zuverlässigkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen. ^s

Rz. 63: Wesentlich erweitert.

4.2.3. Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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).	(66) <i>Im Rahmen der Unternehmensanalyse hat der Berufsberechtigte ein Verständnis des Geschäftsmodells und der für das Unternehmen wesentlichen internen und externen Einflussfaktoren und Werttreiber im Hinblick auf die Beurteilung der künftigen Entwicklung zu gewinnen.</i>

^s Sinngemäß.

^s sinngemäß

(55) Die Vergangenheitsanalyse soll auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, der Geldflussrechnungen sowie der internen Ergebnisrechnungen konkrete Anhaltspunkte für die Planung der Unternehmenserfolge liefern.	(67) Die Vergangenheitsanalyse soll auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, der Geldflussrechnungen sowie der internen Ergebnisrechnungen konkrete Anhaltspunkte für die Planung der Unternehmenserfolge liefern.^w
Die Vergangenheitsdaten sind dabei um einmalige, aperiodische und außerordentliche Faktoren zu bereinigen bzw zu <u>normalisieren</u>.	Dabei ist in Abhängigkeit von den Verhältnissen des Einzelfalls ein aussagefähiger Referenzzeitraum zu wählen, der bei einem eingeschwungenen Geschäftsmodell mindestens zwei bis drei Jahre umfassen sollte. Liegt kein eingeschwungenes Geschäftsmodell vor, können längere Referenzzeiträume erforderlich sein.
Erfolgsfaktoren der Vergangenheit sind insbesondere darauf-hin zu analysieren, inwieweit sie auch künftig wirksam sein werden (siehe dazu auch Rz 147f) und ob sie das nicht betriebsnotwendige Vermögen betreffen.	(68) <i>Um die in der Vergangenheit wirksamen nachhaltigen Einflussfaktoren und Werttreiber zu identifizieren, sind die Vergangenheitsdaten um einmalige, nicht wiederkehrende Sachverhalte zu bereinigen bzw. zu normalisieren. Erfolgsfaktoren der Vergangenheit sind insbesondere daraufhin zu analysieren, inwieweit sie auch künftig wirksam sein werden und ob sie das nicht betriebsnotwendige Vermögen betreffen. Die Bereinigungen zielen darauf ab, Ergebnisse zu erhalten, die als Ausgangspunkt für die prognostizierte künftige Entwicklung dienen können. Die Aussagekraft der Vergangenheitsanalyse in Bezug auf die Planung kann z.B. durch Änderungen des Leistungsprogramms, der Kapazitäten oder des Geschäftsmodells eingeschränkt sein.</i>
	(69) <i>Durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den tatsächlichen Ergebnissen sowie die Analyse der Ursachen von Abweichungen kann im Einzelfall die Planungstreue gewürdigt werden, um Erkenntnisse über die Qualität und die Verlässlichkeit der Planungsrechnungen zu gewinnen.</i>

Rz. 68: Verdeutlichung

Rz. 69: etabliert den **Soll-Ist-Vergleich**.

4.2.4. Planungsrechnung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(57) Die künftigen finanziellen Überschüsse können nominell oder real, dh kaufkraftbereinigt, geplant werden. Der Anwendung der Nominalrechnung, bei der nominell geplante finanzielle Überschüsse mit nominalen Diskontierungssätzen abgezinst werden, wird in Theorie und Praxis der Vorzug gegeben	(70) Die künftigen finanziellen Überschüsse können grundsätzlich entweder nominell oder real, d.h. kaufkraftbereinigt, geplant werden. <i>In diesem Fachgutachten wird von der Anwendung der Nominalrechnung ausgegangen, der in Theorie und Praxis der Vorzug eingeräumt wird.</i>

^w Wörtlich

(96) Wenn die Planung der künftigen finanziellen Überschüsse auf nomineller Grundlage beruht, sind diese mit einem nominellen Diskontierungssatz zu diskontieren (Nominalrechnung, vgl. Rz (57)).	Dabei werden die nominell geplanten finanziellen Überschüsse mit nominellen Diskontierungssätzen abgezinst.
Die nachfolgenden Aussagen beziehen sich auf die Ermittlung nomineller Diskontierungssätze.	
(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.	(71) Die Unternehmensbewertung basiert grundsätzlich auf einer möglichst umfassenden integrierten Planungsrechnung , die aus Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen besteht . Die Planungsrechnung hat die prognostizierte leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung im Rahmen der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen zu reflektieren. Unter Berücksichtigung der beschafften <i>unternehmens- und marktbezogenen</i> Informationen und der Erkenntnisse aus der <i>Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse</i> sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse abzuleiten. ^s
	<i>Auf etwaige Chancen und Bedrohungen des Geschäftsmodells, z.B. durch neue Technologien oder Veränderungen im Konsumverhalten, sowie auf dessen Nachhaltigkeit ist Bedacht zu nehmen.</i>
Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.	Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen. ^w
(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.	(72) 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. ^w
(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).	(73) 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. ^s
61) Die Detailplanungsphase ist um eine Grobplanungsphase (Phase II) zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe	(74) Die Detailplanungsphase ist um eine Grobplanungsphase zu ergänzen, wenn

^s sinngemäß

^w Wörtlich

^w Wortwörtlich

^s sinngemäß

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.	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, <i>nicht nachhaltige Renditen</i> , Steuer- oder andere Sondereffekte können eine Grobplanungsphase erfordern. ^s
(62) In der Regel kann sich die Planung der Grobplanungsphase auf die periodenspezifische Entwicklung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber konzentrieren.	In der Grobplanungsphase kann sich die Planung in der Regel auf die periodenspezifische Entwicklung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber konzentrieren. ^s
(97) Bei unbegrenzter Lebensdauer entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Barwert der künftig den Unternehmenseignern für eine unbegrenzte Zeit zufließenden finanziellen Überschüsse.	(75) Bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens schließt an die Detail- bzw. an die gegebenenfalls erforderliche Grobplanungsphase eine Rentenphase an. Der Eintritt in die Rentenphase erfolgt zu jenem Zeitpunkt (Planungshorizont), für den die Annahme plausibel erscheint, dass das Unternehmen einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand erreicht hat.
(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).	(76) Bei unterstellter begrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstrecken sich die Detail- bzw. Grobplanungsphase bis zum erwarteten Ende des Anfalls finanzieller Überschüsse und umfassen somit auch die finanziellen Überschüsse aus der Beendigung des Unternehmens.

Rz. 75 Verdeutlichung.

Rz. 76 Vergutbesserung.

4.2.5. Rentenphase

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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). <u>Quellen</u>	(77) Für die Zeit nach dem Planungshorizont können bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens lediglich globale bzw. pauschale Annahmen getroffen werden. In der Rentenphase wird in der Regel auf Basis von Annahmen über das Ausschüttungsverhalten und das Rentabilitätsniveau eine Unternehmensentwicklung mit gleichbleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt. <u>Quellen des Wachstums</u> der finanziellen Überschüsse

^s sinngemäß

^s sinngemäß

des Wachstums der finanziellen Überschüsse können neben Preissteigerungen auch Kapazitätsausweitungen sein.	können neben Preissteigerungen auch Kapazitätsausweitungen sein. ^s
(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.	(78) Über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase sind unter Berücksichtigung der dafür relevanten Einflussfaktoren wie der Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) und der Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells ⁴ 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. ^s
(65) Wegen des oft starken Gewichts der Wertbeiträge der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase kommt der <u>kritischen Überprüfung</u> 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.	(79) Wegen des oft <u>starken Gewichts</u> der Wertbeiträge der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase (<i>Terminal Value</i>) kommt der kritischen Überprüfung ihrer <i>Nachhaltigkeit</i> ⁵ und 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. ^s

4.2.6. Planung bei Wachstumsunternehmen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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	(80) 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

^s sinngemäß

⁴ Ergänzung

^s sinngemäß

⁵ Ergänzung.

^s sinngemäß

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.	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. ^w
(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.	(81) 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. ^w
Besonderes Augenmerk ist auf die Risiko-einschätzung 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.	(82) 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 (s. Rz (72) ff.) und Ergebnisbandbreiten abzuleiten. Die Durchführung von Szenarioanalysen unter Berücksichtigung der erhöhten Unsicherheiten wird empfohlen. ⁶

Rz. 81: Die besondere Bedeutung der Risikoanalyse wurde LEIDER nicht übernommen.

4.2.7. Plausibilitätsbeurteilung der Planung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(83) <i>Im Gegensatz zu vergangenheitsorientierten Informationen basieren Planungen auf Annahmen zu zukünftigen unternehmensinternen und -externen Entwicklungen und Sachverhalten, die ihrer Natur nach unsicher sind. Der Berufsberechtigte kann daher keine Aussage darüber treffen, ob die ihm vorgelegte Planung richtig ist.</i>
(68) Die Planung der finanziellen Überschüsse ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.	<i>Der Berufsberechtigte hat aber die Plausibilität der Planungsrechnung, aus der die bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse abgeleitet werden, zu beurteilen,</i>
	<i>wobei Spielräume bei der Einschätzung von unsicheren zukünftigen Entwicklungen bestehen.</i>

^w Wörtlich

^w Wörtlich

⁶ Nur der Verweis wurde an anderer Stelle angebracht.

Dabei ist zwischen der Beurteilung der formellen und der materiellen Plausibilität zu differenzieren.	<i>Dabei ist zwischen der Beurteilung der <u>formellen</u> (rechnerischen) und der internen sowie der externen materiellen Plausibilität zu differenzieren.^s</i>
(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.	(84) Im Zuge der Beurteilung der formellen Plausibilität hat der <i>Berufsberechtigte</i> 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 sie von einem Aufsichtsorgan genehmigt wurde und welchen Verbindlichkeitsgrad sie hat. Ebenso ist zu berücksichtigen, ob die Planung anlassbezogen für Zwecke der Unternehmensbewertung oder im Rahmen eines standardisierten, beispielsweise jährlichen, Planungsprozesses erstellt wurde.^s
(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.	(85) 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 (Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzpläne) vollständig und miteinander abgestimmt sind.^s
(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.	(86) Im Rahmen der Beurteilung der materiellen Plausibilität sind die der Planung zugrunde liegenden Annahmen unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken dahingehend zu würdigen, ob <i>sie intersubjektiv nachvollziehbar und konsistent sind</i>. Dabei sind in einem ersten Schritt die Annahmen zu den wesentlichen wertbeeinflussenden Faktoren (<i>Werttreiber</i>) 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 die Konsequenzen dieser Annahmen, <i>etwa durch aufeinander abgestimmte Absatz- und Produktionspläne</i>, berücksichtigt wurden. <i>Die Annahmen zu Werttreibern und die Beurteilung ihrer</i>

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^s sinngemäß

	<i>Plausibilität sind im Gutachten darzustellen.⁷</i>
	<i>(87) Die materiellen Analysehandlungen lassen sich in die Analyse der internen und der externen Plausibilität unterteilen.</i>
	<i>(88) Im Rahmen der Analyse der internen materiellen Plausibilität wird untersucht, ob die Annahmen konsistent zu den Erläuterungen der Unternehmensleitung sowie den Erkenntnissen aus der Unternehmens- und Vergangenheitsanalyse sind. Für die Beurteilung der Zuverlässigkeit der Planung der finanziellen Überschüsse kann auch ein Soll-Ist-Vergleich von in der Vergangenheit vom Unternehmen erstellten Planungsrechnungen dienlich sein.</i>
(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.	
	<i>(89) Im Rahmen der Beurteilung der externen materiellen Plausibilität wird untersucht, ob die Annahmen der Planung im Widerspruch zu den Ergebnissen der Markt- und Wettbewerbsanalyse stehen.</i>
	<i>(90) Ergibt die Unternehmensplanung negative finanzielle Überschüsse in einer oder mehreren Perioden, ist zu beurteilen, inwieweit die Zufuhr von Eigenkapital oder andere Finanzierungsmaßnahmen zum Ausgleich dieser Fehlbeträge plausibel sind.</i>
(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.	<i>(91) Die Einholung einer Vollständigkeitserklärung (s. Rz (193)) entbindet den <i>Berufsberechtigten</i> nicht davon, sich selbst ein Urteil über die Plausibilität der Planung der finanziellen Überschüsse zu bilden.</i>

Rz. 90: Wichtiger Hinweis zu negativen Überschüssen.

⁷ Ergänzt und verdeutlicht.

4.2.8. Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(92) Stellt der Berufsberechtigte bei der Beurteilung der <u>formellen Plausibilität</u> (s. Rz (84) f.) Mängel fest, ist zunächst die Unternehmensleitung aufzufordern, die Planungsrechnung zu vervollständigen bzw. zu überarbeiten. Eine Mitwirkung des <i>Berufsberechtigten</i> bei der Vervollständigung bzw. Überarbeitung der Planungsrechnung ist zulässig, sofern sie sich ausschließlich auf die rechnerische Richtigkeit sowie auf die Methodik einer integrierten Planungsrechnung erstreckt. ^s
(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.	(93) Stellt der Berufsberechtigte im Zuge der Beurteilung der <u>materiellen Plausibilität</u> (s. Rz (86) ff.) Mängel fest, ist die Unternehmensleitung aufzufordern, die Planungsrechnung anzupassen <i>oder zu ergänzen</i> . Wenn die aufgezeigten Mängel dadurch nicht beseitigt werden <i>oder die Planungsrechnung nicht erwartungstreu</i> ist, sind vom <i>Berufsberechtigten</i> entsprechende Anpassungen vorzunehmen. ⁸
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.	Die vom Berufsberechtigten vorgenommenen Anpassungen bzw. eigenständig getroffenen Annahmen sind im Gutachten explizit zu beschreiben. Der Berufsberechtigte hat auf die Mangelhaftigkeit der von der Unternehmensleitung erstellten Planungsrechnung und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Zuverlässigkeit des Bewertungsergebnisses im Gutachten hinzuweisen. ⁹
(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 Zukunfts-erträge die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien zu beachten (siehe dazu Rz 55f).	(94) Liegt keine Planungsrechnung vor, ist die Unternehmensleitung <i>aufzufordern, eine Planungsrechnung im Sinne der Rz (71) ff. zu erstellen.</i> ^s
(77) Sofern von der Unternehmensleitung eine für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignete Unternehmensplanung nicht zu	(95) Sofern von der Unternehmensleitung eine für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignete Unternehmensplanung nicht zu

^s sinngemäß

⁸ Verdeutlicht

⁹ Ergänzt

^s sinngemäß

erhalten ist, kann der Wirtschaftstreuhänder auf Basis der Vergangenheitsanalyse, der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien und der übrigen verfügbaren Informationen (siehe Rz 52ff) eine Planung der finanziellen Überschüsse nach Maßgabe der unter Rz 58 definierten Anforderungen (integrierte Planungsrechnung) erstellen. Dabei sind die Ausführungen in den Rz 147f zu beachten.	erhalten ist , kann der <i>Berufsberechtigte</i> auf Basis der <u>Vergangenheitsanalyse</u> , der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien und der übrigen verfügbaren Informationen (s. Rz (63) ff.) eine Planung der finanziellen Überschüsse nach Maßgabe der unter Rz (71) ff. definierten Anforderungen (integrierte Planungsrechnung) erstellen. Dabei sind die Ausführungen in den Rz (83) ff. zu beachten. ^s
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.	<i>Erhöhten Unsicherheiten kann durch eine Szenarioanalyse Rechnung getragen werden.</i> Die vom <i>Berufsberechtigten</i> eigenständig getroffenen Annahmen sind im Gutachten explizit zu beschreiben. Der <i>Berufsberechtigte</i> hat auf das Fehlen einer Planungsrechnung und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Zuverlässigkeit des Bewertungsergebnisses im <i>Gutachten</i> hinzuweisen. ^s
(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.	(96) 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 <u>Diskontierungssatz</u> berücksichtigt werden. ^w

4.3. Diskontierung der finanziellen Überschüsse

4.3.1. Allgemeines

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(95) Der Unternehmenswert ergibt sich bei Diskontierungsverfahren grundsätzlich aus der Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahrens entsprechenden Diskontierungssatzes (siehe dazu Rz 31ff).	(97) <i>In Abhängigkeit vom gewählten kapitalwertorientierten Verfahren werden die finanziellen Überschüsse mit zu schätzenden Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkosten) oder einem gewichteten Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten diskontiert.</i>
neu	(98) <i>Welches Verfahren zur Schätzung der Eigenkapitalkosten und der Fremdkapitalkosten heranzuziehen ist, hängt insbesondere vom Wertmaßstab und von den spezifischen Umständen des konkreten Bewertungsanlasses ab. In jedem Fall hat der Berufsberechtigte die Auswahl seiner Vorgangsweise zur Bestimmung der Eigenkapital- und der Fremdkapitalkosten zu begründen,</i>

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

	<i>die auf dieser Grundlage ermittelten Kapitalkosten nachvollziehbar abzuleiten und die dafür maßgeblichen Annahmen im Gutachten vollständig darzustellen.</i>
--	---

Rz. 98 Unverständlicherweise wird zwischen Bewertungszweck und der Art der Ermittlung der Eigen- und Fremdkapitalkosten ein Zusammenhang hergestellt.

4.3.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(99) <i>Werden die Eigenkapitalkosten auf der Grundlage des CAPM geschätzt, setzen sie sich aus der risikolosen Verzinsung (Basiszinssatz) und dem marktorientierten Risikozuschlag in Form des Produkts aus <u>Marktrisiko­prämie</u> und <u>Beta-Faktor</u> zusammen.</i> ^s
(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.	(100) Bei der Bewertung börsennotierter Unternehmen können <u>unternehmensindividuelle Beta-Faktoren</u> aus den Börsenkursen des zu bewertenden Unternehmens berechnet werden. ^s
Ist der unternehmensindividuelle Beta-Faktor nicht aussagekräftig, ist ein Beta-Faktor vergleichbarer Unternehmen heranzuziehen (Peer Group-Beta). Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren für vergleichbare Unternehmen (Peer Group-Beta) oder für Branchen herangezogen werden.	Ist der unternehmensindividuelle Beta-Faktor nicht aussagekräftig, ist ein Beta-Faktor vergleichbarer Unternehmen heranzuziehen (<u>Peer Group-Beta</u>). Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren für vergleichbare Unternehmen (<u>Peer Group-Beta</u>) oder für <u>Branchen</u> herangezogen werden. ^w
Bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen ist auf die Vergleichbarkeit des Geschäftsrisikos zu achten (vgl Rz 126).	Bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen ist auf deren Vergleichbarkeit mit dem <i>Bewertungsobjekt</i> zu achten (s. Rz (114)). ^s
	<i>Lassen sich keine unmittelbar vergleichbaren börsennotierten Unternehmen erheben, kann eine Untersuchung entlang der <u>Wert</u></i>

^s sinngemäß

^s sinngemäß

^w Wörtlich

^s sinngemäß

	<i>schöpfungskette (vor-/nachgelagerte Unternehmen) zweckmäßig sein, um Vergleichsunternehmen zu identifizieren, deren Geschäftsmodell vergleichbaren operativen Risikofaktoren ausgesetzt ist wie das zu bewertende Unternehmen.</i>
(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 <u>Kapitalstrukturrisiko</u> berücksichtigt.	(101) Der Beta-Faktor für ein verschuldetes Unternehmen ist höher als jener für ein unverschuldetes Unternehmen, weil er neben dem <u>Geschäftsrisiko (Operating Risk)</u> auch das <u>Kapitalstrukturrisiko (Financial Risk)</u> berücksichtigt. ^s
Veränderungen in der Kapitalstruktur erfordern daher eine Anpassung der Risikoprämie.	
Zur <u>Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur</u> wurden Anpassungsformeln entwickelt. Diese Anpassungsformeln erfassen teilweise auch das <u>Beta des Fremdkapitals</u> (Debt Beta). Die Berücksichtigung des Debt Betas ist erforderlich, wenn die zum Basiszinssatz laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten des Unternehmens wesentlich vom Basiszinssatz abweichen.	Zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur sind geeignete Anpassungsformeln anzuwenden. Diese Anpassungsformeln erfassen teilweise auch das Beta des Fremdkapitals (Debt Beta). Die Berücksichtigung des Debt Beta 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.	(102) <i>Eine explizite Planung</i> der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung ¹⁰ führt in der Regel dazu, dass sich die Kapitalstruktur in der Detailplanungsphase von Periode zu Periode verändert. Die daraus resultierende Veränderung des Kapitalstrukturrisikos erfordert in der Regel eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten. Verändert sich die Kapitalstruktur nur unwesentlich, kann auf eine periodenspezifische Anpassung verzichtet werden. ^s <i>Wird vereinfachend eine im Zeitablauf konstante Kapitalstruktur (Zielkapitalstruktur) vorgegeben, bleiben sowohl die Eigenkapitalkosten als auch die gewichteten Kapitalkosten im Zeitablauf konstant.</i>
(109) Die auf Basis des CAPM ermittelten Renditeforderungen bzw Risikozuschläge sind Renditeforderungen bzw Risikozuschläge nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern. Diese Renditefor-	(103) Die auf Basis des CAPM ermittelten Renditeforderungen bzw. Risikozuschläge sind Renditeforderungen bzw. Risikozuschläge <u>nach Unternehmenssteuern</u> (Körperschaftsteuer), jedoch vor <u>persönlichen Ertragsteuern</u> . Diese Renditeforderungen

^s sinngemäß

¹⁰ Sogenannte **autonome Finanzierung**.

^s sinngemäß

derungen sind zur Diskontierung von finanziellen Überschüssen nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern heranzuziehen.	sind zur Diskontierung von finanziellen Überschüssen nach Unternehmenssteuern (Körperschaftsteuer), jedoch vor persönlichen Ertragsteuern heranzuziehen. ^s
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.	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. ^w
(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.	
(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.	

(108 alt) f: Durch die Streichung ging m.E. Klarheit verloren. Inhaltlich sind die Aussagen weiter gültig.

(112 alt), (115 alt): Durch die Streichung kommt es zu keiner inhaltlichen Änderung.

4.3.3. Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(104) Die Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber kann entweder <u>direkt</u> , z.B. aus Daten der vom zu bewertenden Unternehmen begebenen börsennotierten Anleihen, oder <u>indirekt</u> abgeleitet werden. Zur <u>indirekten Er-</u>

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

	<i>mittlung kommen insbesondere die <u>Effektivzinsmethode (Durchschnittszinsmethode)</u> oder die <u>Rating-Methode</u> in Frage.</i>
(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).	(105) Die Renditeforderung der Fremdkapitalgeber (Fremdkapitalkosten) kann eine Risikoprämie enthalten, der gegebenenfalls bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten durch Berücksichtigung eines Debt Beta Rechnung zu tragen ist (s. Rz (101)).

Rz. 104: Neu Ermittlung der Fremdkapitalrendite. Direkt oder indirekte Ermittlung aus den Rating bz durch die Effektivzinsmethode.

4.4. Anwendung unterschiedlicher kapitalwertorientierter Verfahren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(116) Bei der Anwendung der Diskontierungsverfahren sind geeignete Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (zB wertorientiert oder autonom, (vgl Rz 414)) sowie über den Risikogehalt der Steuerersparnisse aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten (Tax Shields) zu treffen. Diese Annahmen sind im Bewertungsgutachten anzugeben und zu begründen.	(106) Bei der Anwendung der kapitalwertorientierten Verfahren sind geeignete Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (z.B. wertorientiert oder autonom) sowie über den Risikogehalt der Steuerersparnisse aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten (<u>Tax Shields</u>) zu treffen. Diese Annahmen sind im <i>Gutachten</i> 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.	(107) 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 <u>Kapitalstruktur</u> beeinflusst die Wahl des kapitalwertorientierten Verfahrens das Bewertungsergebnis nicht. ^s

4.5. Bewertung von Unternehmensanteilen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(108) Der Wert eines Unternehmensanteils kann entweder nach der <u>indirekten Methode</u> , durch Ableitung des aliquoten Anteilswerts aus dem Gesamtwert des Unternehmens, oder nach der <u>direkten Methode</u> , durch Diskontierung der aus dem Unternehmensanteil zu erwartenden finanziellen Überschüsse, ermittelt werden. Die Auswahl des Verfahrens hängt vom Bewertungsanlass und vom Bewertungszweck ab.
	(109) Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit <u>Vermögensrechten</u> (z.B. Vorzugsaktien) ist bei der Bewertung stets Rechnung zu tragen. Inwieweit Zuschläge oder Abschläge für Mehrheits- oder Minderheitsanteile zu berücksichtigen

^s sinngemäß

	<i>sind, hängt vom Bewertungsanlass und vom Bewertungszweck ab.</i>
--	---

Rz. 109: Ausstattung und Paketzuschläge bei Obj und Subj getrennt besprochen.

5. Bewertung mit marktpreisorientierten Verfahren

(Konzept)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	

(118 alt): Inhaltlich weiter gültig.

5.1. Auswahl der Bezugsgrößen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 Gesamtkapitalbasierten 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.	(110) Der Wert eines Unternehmens wird entscheidend durch seine Fähigkeit bestimmt, finanzielle Überschüsse zu erzielen. Als Bezugsgrößen sind daher finanzielle Überschussgrößen (wie Gewinn- oder Cash-Flow-Größen) zu bevorzugen. Um Verzerrungen der Bezugsgrößen durch Einflüsse der Verschuldung hintanzuhalten, wird die vorrangige Anwendung von gesamtkapitalbasierten Multiplikatoren, insbesondere mit den Bezugsgrößen EBIT und EBITDA, empfohlen. Bei Umsatzmultiplikatoren ist zu beachten, dass ihre Anwendung implizit eine Umsatzrendite des Bewertungsobjekts unterstellt, die mit jener der Peer Group Unternehmen vergleichbar ist. ^s
(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.	(111) Bei der Auswahl der Bezugsgrößen sind deren Vor- und Nachteile sowie branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen.

^s Sinngemäß.

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.	Die parallele Anwendung mehrerer Bezugsgrößen wird empfohlen. Auf die Konsistenz der Ermittlung der Bezugsgrößen für das Bewertungsobjekt und die Peer Group-Unternehmen (s. Rz (114)) ist zu achten. ^w
	<i>Dabei sind etwaige Auswirkungen aus der Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards zu berücksichtigen.</i>
(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	
(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 55f sinngemäß anzuwenden. Durchgeführte Bereinigungen sind offenzulegen und zu begründen.	(112) 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 ist die Rz (68) sinngemäß anzuwenden. Durchgeführte Bereinigungen sind offenzulegen und zu begründen. ^w

5.2. Ermittlung der Multiplikatoren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(125) Der Multiplikator ergibt sich grundsätzlich als Quotient aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw dem Marktpreis des Gesamtkapitals eines <u>vergleichbaren Unternehmens</u> und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens. Diese Marktpreise werden aus der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) oder aus Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen (Transaktionsmultiplikatoren) gewonnen.	(113) Der Multiplikator ergibt sich grundsätzlich als Quotient aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw. dem Marktpreis des Gesamtkapitals und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens. Diese Marktpreise werden aus der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Börsenmultiplikatoren) oder aus Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet. ^w
(126) Zur Ermittlung der Multiplikatoren ist in einem ersten Schritt eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (<u>Peer Group</u>) zu identifizieren. Diese Unternehmen sollten in ihren wesentlichen Eigenschaften mit dem zu bewertenden Unternehmen übereinstimmen. Als Auswahlkriterien dienen häufig	(114) 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

^w Wörtlich

^w Wörtlich

^w Wortwörtlich

Branche bzw Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, geografische Abdeckung, Profitabilität und Wachstum.	Branche bzw. Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells <i>(und der damit einhergehenden Chancen- und Risikostruktur)</i> , geografische Abdeckung, Wettbewerbssituation, <i>Kapitalstruktur</i> , Profitabilität und Wachstum. ^s
	(115) Bei der Ableitung von Börsenmultiplikatoren ist das Stichtagsprinzip (s. Rz (44) f.) zu beachten. Für die Aussagekraft von Transaktionsmultiplikatoren sind insbesondere hinreichende Aktualität und Vergleichbarkeit des Marktumfelds von Bedeutung.
(123) Die Bezugsgrößen können sich auf verschiedene Zeiträume beziehen. „Trailing Multiples“ verwenden historische Daten, während bei „Forward Multiples“ zukünftig erwartete Größen einbezogen werden.	(116) Aufgrund der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung sind <u>Forward Multiples</u> bei hinreichender Datenverfügbarkeit (Analysten-Coverage) gegenüber <u>Trailing Multiples</u> zu bevorzugen.
(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, so dass vor seiner Berechnung eine Bereinigung um diese Ausreißer vorgenommen werden sollte.	(117) Die Anzahl der Multiplikatoren aus den vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) ergibt in der Regel eine <u>Bandbreite</u> , die zu einer Größe verdichtet werden kann. Dazu werden häufig das arithmetische Mittel, der Median oder das <i>harmonische Mittel</i> herangezogen. Zu beachten ist, dass das arithmetische Mittel stark von Ausreißern beeinflusst wird, sodass vor seiner Berechnung eine Bereinigung um Ausreißer vorgenommen werden sollte. ^s

Rz. 115: Der Hinweis auf das Stichtagsprinzip bzw. Aktualität / Vergleichbarkeit der Daten ist m.E. nur eine Klarstellung.

Rz. 116: Bevorzugt Forward Multiples aufgrund der Zukunftsbezogenheit gegenüber Trailing Multiples.

5.3. Anwendung der Multiplikatoren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(118) Aus Gründen der Konsistenz sind die aus der Peer Group-Analyse abgeleiteten <i>Trailing Multiples</i> und <i>Forward Multiples</i> grundsätzlich auf die Bezugsgrößen des Bewertungsobjekts für die korrespondierenden Referenzjahre anzuwenden. Eine Anwendung von erhobenen <i>Trailing Multiples</i> auf Planzahlen des Bewertungsobjekts ist hingegen nicht konsistent.
(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. Paketschläge oder Kontrollprämien sind darin nicht enthalten.	(119) Da die Anwendung von Börsenmultiplikatoren auf Marktpreisen für einzelne Aktien basiert, ist das Bewertungsergebnis als potentieller Marktpreis für einen fungiblen Minderheitsanteil am zu bewertenden Un-

^s sinngemäß

^s sinngemäß

	ternehmen zu interpretieren. Paketzuschläge oder Kontrollprämien sind darin nicht enthalten.^w
(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.	(120) Bei der Anwendung von Transaktionsmultiplikatoren ist zu untersuchen, ob sie auf Transaktionen über Minderheits- oder Mehrheitsanteile beruhen. Transaktionsmultiplikatoren, die aus Transaktionen über Mehrheitsanteile abgeleitet werden, führen zu potentiellen Marktpreisen für Mehrheitsanteile, die allfällige Kontrollprämien bereits beinhalten.^w
(128) Kann eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen nicht identifiziert werden, kann auf Branchen-Multiplikatoren abgestellt werden.	(121) Die Verwendung von Branchen-Multiplikatoren kommt nur bei der Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Betracht (s. Rz (187)).
Dabei ist zu beachten, dass diese Multiplikatoren bei Heterogenität der einbezogenen Unternehmen von nur geringer Aussagekraft sein können.	
(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. Besonderheiten bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten

6.1. Plausibilität aus Marktsicht

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(122) Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist die Plausibilität der Planung aus der Perspektive eines typisierten Investors (s. Rz (16)) zu beurteilen. Dabei ist zu untersuchen, ob die Planansätze aus der Sicht dieses Investors auf Basis der zum Bewertungsstichtag verfügbaren unternehmensinternen und unternehmensexternen Informationen plausibel sind. Ausgangsbasis dafür ist jene Erwartungshaltung, die sich unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Unternehmens aus auf dem Markt beobachtbaren Informationen ableiten lässt.

^w Wortwörtlich

^w Wörtlich

6.2. Zu berücksichtigende Erfolgspotenziale

6.2.1. Unternehmenspolitik und Geschäftsmodell

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(123) Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kann unterstellt werden, dass die tatsächliche, in der Planungsrechnung abgebildete Unternehmenspolitik hinreichend optimiert ist, soweit nicht wesentliche offenkundige Ineffizienzen (insbesondere in Bezug auf die geplante Investitions- und Finanzierungspolitik) bestehen, deren Behebung nach den intersubjektiv nachvollziehbaren Erwartungen eines typisierten Investors zum Bewertungsstichtag möglich, rechtlich zulässig und finanzierbar wäre.
(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.	(124) In der Planungsrechnung abgebildete Maßnahmen, die zu strukturellen Veränderungen des Geschäftsmodells führen, dürfen nur dann berücksichtigt werden, wenn sie auf der Grundlage der zum Bewertungsstichtag bestehenden Möglichkeiten und Verhältnisse des Unternehmens und des Markts rechtlich und wirtschaftlich umsetzbar sind und ihre Umsetzung aus der Perspektive eines typisierten Investors zum Bewertungsstichtag zu erwarten ist.
— 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.	Geplante Erweiterungsinvestitionen innerhalb des bestehenden Geschäftsmodells sind auch dann zu berücksichtigen, wenn sie zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitet sind. ^s
(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.	

Rz. 124: Der bisherige Begriff Unternehmenskonzept¹¹ wurde durch das griffigere Geschäftsmodell ersetzt.

Rz. 132 alt; Nicht übernommen, Grundsatz des Unternehmenswertes als Mindestwertes findet sich in Rz. 54.

^s sinngemäß

¹¹ Vgl. Wollny (2018), S. 253.

6.2.2. Übertragbare Ertragskraft

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(125) Der objektivierte Unternehmenswert ist auf Basis der übertragbaren Ertragskraft zu ermitteln. Dies bedeutet, dass personenbezogene Erfolgsbeiträge des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner oder anderer Schlüsselpersonen (s. Rz (171) ff.)
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.	sowie Erfolgsbeiträge aus einem bestehenden Unternehmensverbund nur insoweit in die Bewertung einzubeziehen sind, als ihr Fortbestehen aus der Perspektive eines typisierten Investors zu erwarten ist. Inwieweit dies der Fall ist, ist unter Berücksichtigung des konkreten Bewertungsanlasses zu beurteilen. Erfolgsbeiträge aus nicht marktgerechten Konditionen für Lieferungs- und Leistungsbeziehungen sind im Rahmen der Wertermittlung zumindest für die unkündbare Restlaufzeit der bestehenden Verträge zu berücksichtigen.

Rz. 81 alt: Die Annahme des unveränderten Management, bzw. der typisierten Managementfaktoren wurde nicht übernommen.

6.2.3. Synergieeffekte

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(126) Unter Synergieeffekten ist die positive oder negative Veränderung der finanziellen Überschüsse zu verstehen, 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. ^s
(88) Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben für den konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, sind bei der Ermittlung eines objektivierten 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	(127) Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben für den konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, sind bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nur solche Synergieeffekte zu berücksichtigen, deren Realisierung aus einem zum Bewertungsstichtag bereits bestehenden wirtschaftlichen und/oder rechtlichen Verbund zu erwarten ist, wobei konkrete Möglichkei-

^s sinngemäß

nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination realisieren lassen (nicht realisierte Synergieeffekte).	<i>ten der Intensivierung dieses Verbunds unter angemessener Aufteilung der daraus zu erwartenden Synergieeffekte einzubeziehen sind.</i>
	<i>(128) Die Höhe der in die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts einbezogenen Synergieeffekte aus der Intensivierung eines zum Bewertungsstichtag bereits bestehenden Verbunds ist unter Angabe des Wirkungsbereichs der Synergien und der zu erwartenden Wirkungsdauer sowie der mit der Realisierung dieser Synergien verbundenen Integrationskosten im Gutachten offenzulegen. Soweit eine Aufteilung von zu erwartenden Synergien erforderlich ist, hat der Berufsberechtigte einzelfallabhängig anhand nachvollziehbarer Kriterien und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen vorzugehen. In Abhängigkeit vom jeweiligen Einzelfall können sachgerechte Typisierungen erforderlich sein.</i>

Rz. 127: Die Begriffe **realisierte Synergieeffekte**) und **nicht realisierte Synergieeffekte** wurden nicht übernommen. Die Berücksichtigung der Synergien, richtet sich danach, ob der Verbund schon besteht. Rz. 128 eröffnet, die Möglichkeit, dass die Effekte aus einer Intensivierung des Verbundes berücksichtigt werden.

6.3. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(129) 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. ^w
In der Grobplanungs- und Rentenphase ist auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstum und Thesaurierung zu achten.	<i>Für die Rentenphase empfiehlt es sich, die Annahmen zur Kapitalstruktur und zur Fristigkeitsstruktur der Refinanzierung an die für das Geschäftsmodell auf dem Markt zu beobachtenden Verhältnisse anzunähern.</i> ^s

6.4. Laufende Ertragsteuerwirkungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(83) Bei der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich sowohl die Ertragsteuern des Unternehmens als	(130) Bei der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich sowohl die Ertragsteuern des Unternehmens als

^w Wortwörtlich

^s sinngemäß

auch die aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner (persönliche Ertragsteuern) zu berücksichtigen.	auch die aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner (persönliche Ertragsteuern) zu berücksichtigen. ^w
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 Bewertungsobjekts ergeben.	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 Bewertungsobjekts ergeben. ^w
Rechtsformänderungen sind zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen zum Bewertungsstichtag zu erwarten sind, insbesondere wenn bereits Maßnahmen getroffen wurden, um diese Änderungen herbeizuführen.	<u>Rechtsformänderungen</u> sind zu berücksichtigen, wenn <i>sie</i> zum Bewertungsstichtag zu erwarten sind, insbesondere wenn bereits Maßnahmen getroffen wurden, um sie herbeizuführen. ^s
(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.	(131) 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 die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse vereinfachend verzichtet werden. ^w In diesem Fall hat die Diskontierung mit den Kapitalkosten vor persönlichen Ertragsteuern zu erfolgen. ^w
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 Bewertungsobjekt entstehende Ertragsteuerbelastung, die aus den	(132) Bei der Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften aus <i>der Perspektive</i> natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse grundsätzlich um die beim jeweiligen Bewertungsobjekt entstehende Ertragsteuerbelastung, die aus den

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

^s Sinngemäß.

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen.	steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen. ^s
(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.	Bei Einzelunternehmen und 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 und auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern <i>verzichtet werden</i> (s. Rz (131)). ^s

Rz. 131: Leider wurde der Hinweis in KFS/BW 1 (2014) Rz. 84 zur Nichtanwendbarkeit der Weglassung persönlicher Ertragsteuern beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen nicht übernommen.

6.5. Kapitalkosten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(111) Trotz seiner restriktiven Prämissen stellt das CAPM das bei der Ermittlung objektivierter 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.	(133) Trotz seiner restriktiven Prämissen stellt das CAPM das bei der Ermittlung objektivierter 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 <u>anderen üblichen Verfahren bestimmt werden</u> . ^w
	<i>Zu den Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen wird auf Abschnitt 9. verwiesen.</i>

6.6. Diskontierung negativer Flows-to-Equity

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(134) <i>Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist davon auszugehen, dass die Diskontierung sowohl positiver als auch negativer Flows-to-Equity unter Berücksichtigung eines marktorientierten Risikozuschlags zum Basiszinssatz erfolgt.</i>

Rz. 134 die Diskontierung negativer Flow to Equity wurde neu geregelt.

^s Sinngemäß.

^s Sinngemäß.

^w Wortwörtlich

6.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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,	(135) Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben für den konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, sind <u>Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen</u> bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nicht zu berücksichtigen. ^s
(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.	Transaktionskosten sind Kosten in Verbindung mit dem Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens, wie etwa Verkehrsteuerbelastungen bei der Übertragung von Grundstücken. Zu den transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen zählen insbesondere Ertragsteuerersparnisse aus einem erhöhten Abschreibungspotential aus aufgedeckten stillen Reserven und Firmenwertkomponenten bzw. Ertragsteuerbelastungen aus einem Veräußerungsgewinn. ^w

Rz. 135: Die Nichtberücksichtigung von Transaktionskosten bzw. transaktionsbedingter Ertragsteuerwirkung betrifft nur den objektivierten Wert nicht jedoch den Marktwert oder den typisiert subjektiven Wert.

6.8. Fungibilitätsrisiko

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(136) Der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts liegt keine Veräußerungsfiktion zugrunde. Stattdessen ist in typisierender Betrachtung davon auszugehen, dass das Bewertungssubjekt das zu bewertende Unternehmen oder den zu bewertenden Unternehmensanteil langfristig hält. Aus diesem Grund ist ein allfälliges Fungibilitätsrisiko nicht zu berücksichtigen. ^s

Das (**Mobilitäts-**)**Fungibilitätsrisiko** ist beim objektivierten Wert nur ausnahmsweise bei begrenzter Behaltdauer zu berücksichtigen. Anderes gilt beim Marktwert.

6.9. Bewertung von Unternehmensanteilen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(149) Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ergibt sich in der Regel aus der Multiplikation des objektivierten Gesamtwerts des Unternehmens mit dem jeweiligen Beteiligungsprozentsatz (indirekte Me-	(137) Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ergibt sich <u>in der Regel</u> als quotaler Unternehmenswert aus der Multiplikation des objektivierten Gesamtwerts des Unternehmens mit dem jeweiligen Beteiligungsprozentsatz (indirekte Methode).

^s sinngemäß

^w Wortwörtlich

^s Sinngemäß.

thode). Die Berücksichtigung von Minderheitsab- oder -zuschlägen ist unzulässig. Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (z.B. Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen .	Die Berücksichtigung von Zuschlägen oder Abschlägen für <u>Mehrheits- bzw. Minderheitsanteile</u> ist unzulässig. Eine unterschiedliche Ausstattung von Unternehmensanteilen mit <u>Vermögensrechten</u> (z.B. Vorzugsaktien) ist <i>jedoch zu berücksichtigen</i> (s. Rz (109)). ^s
(150) Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu beurteilen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.	(138) Im Rahmen der Bewertung von Anteilen börsennotierter Unternehmen ist zu beurteilen, ob der Börsenkurs die Wertuntergrenze für den Anteilswert bildet. ^w

7. Besonderheiten bei der Ermittlung von Marktwerten

7.1. Veräußerungsfiktion

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(139) Die Ermittlung des Marktwerts basiert auf einer <u>fingierten Veräußerung</u> des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag und zielt auf die Schätzung des dabei zu erwartenden Preises ab. Der Marktwert repräsentiert den bei einer fingierten Veräußerung zu erwartenden Preis vor Abzug von Veräußerungskosten.
Neu	(140) Bei der Ermittlung von Marktwerten ist der Einfluss etwaiger <u>transaktionsbedingter Ertragsteuerwirkungen und Steuerlatenzen</u> auf den bei einer fingierten Veräußerung des Bewertungsobjekts zu erwartenden Preis zu berücksichtigen.

Rz. 139f: Der Marktwert beruht auf dem Wertkonzept des Tauschwertes. Es ist daher eine Veräußerung mit allen Konsequenzen (z.B. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Steuerwirkung) zu fingieren. Auch wenn sie in Rz. 140: nicht angeführt sind, müssen sind Transaktionskosten m.E. berücksichtigt werden.

7.2. Anwendung von kapitalwertorientierten Verfahren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(141) Bei der Ermittlung des Marktwerts von Unternehmen und Unternehmensanteilen, die finanzielle Kontrolle vermitteln , ist bei der Ableitung der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse nach jenen Grundsätzen vorzugehen, die für die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte in den Abschnitten 6.1. bis 6.4. festgelegt sind, jedoch mit Ausnahme des Abschnitts 6.2.3.
Neu	(142) In die Ermittlung des Marktwerts sind nur solche <u>Synergieeffekte</u> einzubeziehen, die von typischen Käufern realisiert werden

^s Sinngemäß.

^w Wörtlich

	könnten und im Kaufpreis abgegolten würden. <u>Spezifische Synergievorteile</u>, die nur einem bestimmten Erwerber zugutekommen, sind nicht einzubeziehen. Die Höhe der in die Ermittlung des Marktwerts einbezogenen Synergieeffekte und das angenommene Ausmaß der Abgeltung im Kaufpreis ist unter Angabe des Wirkungsbereichs der Synergien im Gutachten offenzulegen. Das angenommene Ausmaß der Abgeltung dieser Synergieeffekte im Kaufpreis ist anhand nachvollziehbarer Kriterien unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen einzelfallabhängig festzulegen. Dabei sind interne Faktoren (u.a. Management-Planung und deren Dokumentation) sowie externe Faktoren (z.B. Kapitalmarkt, Übernahmeprämien, Verhandlungslösungen) zu berücksichtigen. In Abhängigkeit vom jeweiligen Einzelfall können sachgerechte Typisierungen erforderlich sein.
Neu	(143) Bei fehlender finanzieller Kontrolle sind in die Ermittlung des Marktwerts nur jene finanziellen Überschüsse einzubeziehen, die aufgrund der spezifischen rechtlichen Ausstattung des zu bewertenden Unternehmensanteils zu erwarten sind.
Neu	(144) Für die Diskontierung der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse gelten jene Grundsätze, die für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte in den Abschnitten 6.5. und 6.6. festgelegt sind.

Die kapitalwertorientierte Verfahren sind beim Marktwert im Gegensatz zum objektivierten Wert nicht das alleinige Bewertungsverfahren. Zur Hierarchie vgl. Rz. 51.

Rz. 141: Beim Marktwert ist im Gegensatz zum objektivierten Wert nicht von finanzieller Kontrolle auszugehen. Es muss daher untersucht werden, ob dies auf die finanziellen Überschüsse Auswirkungen hat.

7.3. Anwendung von Multiplikatorverfahren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(145) Für die Ableitung von Multiplikatoren aus realisierten Marktpreisen kommen Börsenpreise oder andere Transaktionspreise in Frage, die sich in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag für vergleichbare Unternehmen gebildet haben. Der Berufsberechtigte hat zu beurteilen, inwieweit diesen Vergleichspreisen hinreichende Aussagekraft für die Ableitung des Marktwerts zukommt.
Neu	(146) Für die der Anwendung von Multiplikatorverfahren zugrunde zu legenden Plausibilitätsmaßstäbe und Erfolgspotentiale gelten

	die im Abschnitt 7.2. festgelegten Grundsätze sinngemäß.
--	--

7.4. Fungibilitätsrisiko

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(147) Da der Ermittlung eines Marktwerts eine Veräußerungsfiktion zugrunde liegt, ist ein allfälliges Risiko aus einer vergleichsweise geringeren Fungibilität der Veranlagung in ein nicht börsennotiertes Unternehmen bei der Bewertung zu berücksichtigen.

7.5. Bewertung von Unternehmensanteilen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(148) Bei der Ermittlung des Marktwerts eines Unternehmensanteils mit Hilfe eines marktpreisorientierten Verfahrens ist zu untersuchen, inwieweit die abgeleiteten Börsenmultiplikatoren oder Transaktionsmultiplikatoren konsistent mit der rechtlichen Ausstattung des zu bewertenden Mehrheits- oder Minderheitsanteils sind (s. Rz (109)).
Neu	(149) Bei Anwendung eines kapitalwertorientierten Verfahrens kann der Marktwert eines Unternehmensanteils entweder nach der direkten Methode oder nach der indirekten Methode (s. Rz (108)) ermittelt werden. Bei der direkten Methode werden unmittelbar die aus dem Unternehmensanteil zu erwartenden finanziellen Überschüsse diskontiert. Bei der indirekten Methode ist der spezifischen rechtlichen Ausstattung des zu bewertenden Mehrheits- oder Minderheitsanteils durch marktübliche Zuschläge oder Abschläge vom quotalen Unternehmenswert Rechnung zu tragen.

8. Besonderheiten bei der Ermittlung von typisierten subjektiven Unternehmenswerten

8.1. Plausibilität subjektiver Erwartungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(150) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts ist die Plausibilität der subjektiven Planansätze mit Hilfe von auf dem Markt beobachtbaren Erwartungen und anderen Informationen unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Unternehmens und der persönlichen Verhältnisse des Bewertungssubjekts zu beurteilen. Intersubjektive Nachvollziehbarkeit

	ist dann gegeben, wenn die subjektiven Erwartungen innerhalb einer plausiblen Bandbreite der Erwartungen von Marktteilnehmern und Marktbeobachtern liegen oder unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Unternehmens, des Bewertungssubjekts oder sonstiger Gegebenheiten einem fremden Dritten als schlüssig erscheinen.
--	--

Rz. 150: Das Ermessen bei Planwerten wurde beim typisierten subjektiven Wert gegenüber KFS/BW 1 (2014) deutlich eingeschränkt. Die Planansätze müssen intersubjektiv nachvollziehbar sein.

8.2. Zu berücksichtigende Erfolgspotenziale

8.2.1. Unternehmenspolitik und Geschäftsmodell

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(89) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (Entscheidungswerts) werden die bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen durch <u>individuelle auftragsbezogene Konzepte bzw. Annahmen ersetzt</u>.	(151) Für die Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts ist jene <u>Unternehmenspolitik bzw. jenes Geschäftsmodell</u> maßgeblich, die bzw. das den intersubjektiv nachvollziehbaren Erwartungen des Bewertungssubjekts entspricht.
— Daher können auch geplante, aber zum Bewertungsstichtag <u>noch nicht eingeleitete</u> oder noch nicht im Unternehmenskonzept dokumentierte <u>Maßnahmen</u> strukturverändernder Art wie Erweiterungsinvestitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder berücksichtigt werden.	Dies gilt auch für Maßnahmen, die zu strukturellen <u>Veränderungen</u> des zum Bewertungsstichtag <u>bestehenden Geschäftsmodells</u> führen sollen, auch wenn sie zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitet sind.
(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.	

Rz. 132 alt; Nicht übernommen, Grundsatz des Unternehmenswertes als Mindestwertes findet sich in Rz. 54.

8.2.2. Managementfaktoren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(91) Aus der Sicht eines Käufers sind jene finanziellen Überschüsse anzusetzen, die mit dem geplanten Management erwartet werden können (<u>individuelle Managementfaktoren</u>).	(152) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts sind jene finanziellen Überschüsse anzusetzen, die mit der geplanten Unternehmensleitung intersubjektiv nachvollziehbar erwartet werden können (<u>individuelle Managementfaktoren</u>).

(92) Die Preisuntergrenze eines potentiellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern zB auch persönliche Managementfaktoren.	
---	--

Rz. 152: geht von individuellen Managementfaktoren aus, im Gegensatz zum objektivierten Wert (Rz. 126) das von typisierten Management ausgeht. Zum Marktwert trifft KFS/BW 1 (2025) keine Aussage.

8.2.3. Synergieeffekte

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(94) Noch nicht realisierte Synergieeffekte (vgl Rz 88) können je nach der konkreten Situation des Bewertungsobjekts (Käufer bzw Verkäufer) einbezogen werden.	(153) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts sind sämtliche (positive und negative) Synergieeffekte zu berücksichtigen, die sich nach den intersubjektiv nachvollziehbaren Erwartungen des Bewertungsobjekts bei Umsetzung der konkreten den Bewertungsanlass bildenden Maßnahmen realisieren lassen. Dies gilt sowohl für Synergieeffekte auf der Ebene des Bewertungsobjekts und bei dessen anderen wirtschaftlichen Aktivitäten als auch für Synergieeffekte auf der Ebene des Bewertungsobjekts. Die Höhe der in die Ermittlung des typisierten subjektiven Unternehmenswerts einbezogenen Synergieeffekte ist unter Angabe des Wirkungsreichs der Synergien und der zu erwartenden Wirkungsdauer sowie der mit der Realisierung dieser Synergien verbundenen Integrationskosten <u>im Gutachten offenzulegen</u> .

Rz. 153: Konkretisierung des **Synergiekreises**. Sie ist m.E. weniger leicht verständlich als bei AFRAC 24 (2022).

8.3. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(154) Die Annahmen über die künftige Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik (Kapitalstruktur) sind auf Basis der Verhältnisse bzw. Vorstellungen des Bewertungsobjekts unter Beachtung rechtlicher Restriktionen (z.B. gesetzlicher oder vertraglicher <u>Ausschüttungsbeschränkungen</u>) zu treffen. ^w

Rz. 154: Leider wurde der Hinweis auf Realitätsnähe des Entwurfes nicht übernommen, auch Fehler sind nachvollziehbar.

^w Wortwörtlich

8.4. Laufende Ertragsteuerwirkungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(93) Die Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse ist nach Maßgabe der Rechtsform des Bewertungsobjekts unter Berücksichtigung der individuellen steuerlichen Verhältnisse (zB Steuersätze, steuerliche Verlustvorträge) des Bewertungs-subjekts zu ermitteln. Rechtsformänderungen sind auf Basis der Vorgaben bzw Vorstellungen des Bewertungssubjekts zu berücksichtigen. Vereinfachungen (siehe zB Rz 84 und 86) sind auftragsbezogen zulässig.	(155) Die Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse ist nach Maßgabe der Rechtsform des Bewertungsobjekts unter Berücksichtigung der individuellen steuerlichen Verhältnisse (z.B. Steuersätze, steuerliche Verlustvorträge) des Bewertungs-subjekts zu ermitteln. Rechtsformänderungen sind auf Basis der Verhältnisse bzw. Vorstellungen des Bewertungssubjekts zu berücksichtigen, müssen <i>aber intersubjektiv nachvollziehbar sein</i> . Die in den Rz (131) f. beschriebenen <u>Vereinfachungen</u> können auch bei der Ermittlung von typisierten subjektiven Unternehmenswerten angewendet werden. ^s

8.5. Kapitalkosten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(113) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird der Diskontierungssatz durch die individuellen Verhältnisse bzw Vorgaben des jeweiligen Bewertungs-subjekts bestimmt. Als Diskontierungssatz können individuelle Renditevorgaben, die Renditeerwartung der besten Alternative oder aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Renditen (siehe dazu Rz 103 ff) dienen.	(156) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts kann die Ableitung der Eigenkapitalkosten auf Basis des <u>CAPM</u> oder mit <u>Hilfe anderer üblicher Verfahren</u> erfolgen.
	Dabei ist zu untersuchen, inwieweit die dem angewandten Kapitalkostenkonzept zugrunde liegenden Prämissen im Einklang mit den individuellen Verhältnissen des Bewertungssubjekts stehen.

Rz. 156: Durch die Beschränkung auf andere übliche und anerkannte Verfahren der Zinssatzermittlung sind **individuelle Renditevorgaben** auch beim typisiert subjektiven Unternehmenswert nicht mehr zulässig. Wichtiger Hinweis auf die Konsistenz der Annahmen zu den tatsächlichen Verhältnissen des Bewertungssubjekts (wohl richtig Bewertungsobjekts).

8.6. Diskontierung negativer Flows-to-Equity

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(157) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts ist der Diskontierungssatz auch für negative Flows-to-Equity unter Berücksichtigung eines markt-orientierten <u>Risikozuschlags</u> zum Basiszins-satz zu ermitteln.

^s sinngemäß

8.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(30) 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.	(158) Bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts sind etwaige mit dem Bewertungsanlass verbundene Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen zu berücksichtigen.

Rz. 158: Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen sind beim typisierten subjektiven Werten i.d.R. zu berücksichtigen. Leider wurde der Hinweis auf die rechtlichen Vorgaben nicht übernommen.

8.8. Fungibilitätsrisiko

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(159) Ein allfälliges Risiko aus einer vergleichsweise geringeren Fungibilität der Veranlagung in ein nicht börsennotiertes Unternehmen ist bei der Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts zu berücksichtigen, wenn Anhaltspunkte dafür bestehen, dass das Bewertungsobjekt durch das Bewertungssubjekt nicht langfristig gehalten werden soll.

☺8.9. Bewertung von Unternehmensanteilen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(151) Die Ermittlung eines <u>subjektiven Anteils</u> werts 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).	(160) Die Ermittlung eines typisierten subjektiven Unternehmenswerts für einen Unternehmensanteil kann nach der <u>direkten Methode</u> unter Berücksichtigung der spezifischen Möglichkeiten des (potentiellen) Anteilseigners zur <u>Einflussnahme</u> auf das Unternehmen (Geschäfts- und Ausschüttungspolitik) durch Abstellen auf die für das Bewertungssubjekt zu erwartenden finanziellen Überschüsse erfolgen. ^s
— 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.	(161) Bei Anwendung der <u>indirekten Methode</u> sind diese subjektiven Umstände durch entsprechende Zu- oder Abschläge zum bzw. vom quotalen Wert zu berücksichtigen. ^s

^s sinngemäß

^s sinngemäß

(Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen)

(Wachstumsunternehmen)

Bei Kap. 4.2.6.

(Ertragsschwache Unternehmen)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	

Rz. 137 f (alte Fassung): wurde leider nicht übernommen. Inhaltlich m.E. keine Änderung.

(Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen)

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 decken 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.	
---	--

Rz. 141 f (alte Fassung):: wurde leider nicht übernommen. Inhaltlich m.E. keine Änderung.

9. Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen

9.1. Merkmale

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(162) Merkmale vieler kleiner und teilweise auch mittelgroßer Unternehmen (KMU) sind insbesondere ein begrenzter Kreis von Unternehmenseignern, Unternehmenseigner mit geschäftsführender Funktion, Mitarbeit von Familienmitgliedern des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner im Unternehmen, keine eindeutige Abgrenzung zwischen Betriebs- und Privatvermögen, wenige Geschäftsbereiche, einfaches Rechnungswesen und einfache interne Kontrollen. Bei diesen Unternehmen <i>können</i> daher Risiken insbesondere aus den unternehmerischen Fähigkeiten des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner, der Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden, einer fehlenden bzw. nicht dokumentierten Unternehmensplanung, einer ungenügenden Eigenkapitalausstattung und eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten resultieren.^s <i>Die Abgrenzung von großen Unternehmen erfolgt somit nicht primär über quantitative, sondern vor allem über qualitative Merkmale, wie sie bei kleinen Unternehmen und Kleinstunternehmen im Sinne von § 221 Abs. 1 und Abs. 1a UGB in der Regel besonders stark ausgeprägt sind.</i>
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.	Aufgrund der spezifischen Risikofaktoren hat der <i>Berufsberechtigte</i> besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die <i>Vollständigkeit der Planungsrechnung</i>, die Bestimmung des Unternehmerlohns, die <i>Übertragbarkeit der Ertragskraft</i> und die <i>Annahmen zur Lebensdauer</i> zu richten.
	(163) <i>Die Bewertung von KMU richtet sich nach denselben Grundsätzen wie die Bewertung</i>

^s sinngemäß

	von großen Unternehmen. Die geringere Unternehmensgröße und die geringere Komplexität des Geschäftsmodells können aber häufig dazu führen, dass der Umfang der vom Bewerter durchzuführenden Analysen und Erhebungen deutlich geringer ausfällt als bei großen Unternehmen.
--	---

Rz. 162: Änderung des Terminus von kleine und mittlere Unternehmen auf kleine und mittelgroße Unternehmen. Hinweis auf die Abgrenzung der KMU. Neue Akzente bei den Überprüfungen.

Rz. 163: Klarstellung, dass die Bewertung von KMU auf denselben Grundsätzen beruht als die von großen.

9.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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 bilanziertem, 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.	(164) Bei personenbezogenen, von den Eigentümern dominierten Unternehmen ist bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts auf eine korrekte Trennung zwischen <u>betrieblicher und privater Sphäre</u> zu achten. Dabei kann z.B. die Heranziehung steuerlicher Sonderbilanzen für die Identifizierung von nicht bilanziertem, 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 (z.B. durch den Ansatz von Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen) berücksichtigt werden. ^w
(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 Unternehmens-eignern sind in der Planung der finanziellen Überschüsse entweder entsprechende Aufwendungen für Avalprovisionen oder Fremdkapitalzinsen, die ohne diese Sicherheiten anfallen würden, anzusetzen.	(165) Im Fall der Beibringung von Sicherheiten aus dem Privatbereich von Unternehmens-eignern für <i>Fremdkapital des zu bewertenden KMU</i> sind bei der Planung der finanziellen Überschüsse entweder entsprechende Aufwendungen für <u>Avalprovisionen</u> oder <u>Fremdkapitalzinsen</u> , die ohne diese Sicherheiten anfallen würden, anzusetzen. ^s

9.3. Ermittlung der finanziellen Überschüsse

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(166) Bei vielen KMU sind die für die Bewertung notwendigen mehrjährigen integrier-

^w Wortwörtlich

^s sinngemäß

(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.	ten Planungsrechnungen nicht im erforderlichen Umfang bzw. nicht in der erforderlichen Qualität vorhanden. Häufig liegen nur reine Erfolgsplanungen ohne ergänzende Finanzplanungen und Planbilanzen vor. In diesen Fällen müssen die für die Bewertung notwendigen mehrjährigen integrierten Planungsrechnungen gesondert erstellt werden. Im Sinne der Rz (92) ff. ist eine Mitwirkung des Berufsberechtigten bei der Vervollständigung der Planungsrechnung bzw. bei der Ergänzung fehlender Planungsbestandteile zulässig und zieht keine Mangelhaftigkeit der Planungsrechnung im Sinne des Abschnitts 4.2.8. nach sich. Auf die Mitwirkung des Berufsberechtigten ist im Gutachten einzugehen. (167) Sofern Planungsrechnungen von KMU überhaupt fehlen oder erst für Zwecke der Unternehmensbewertung aufgestellt werden, kommt der materiellen Plausibilisierung der Planansätze besondere Bedeutung zu (s. Rz (86) ff.).
— Dabei sind die Vergangenheitsfolge 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	(168) Bei Unternehmen mit geringer Größe und geringer Komplexität des Geschäftsmodells, wie z.B. Unternehmen, die überwiegend nur in einem lokalen bzw. regionalen Umkreis tätig werden, können die unternehmensbezogenen Informationen, die insbesondere aus der Vergangenheitsanalyse gewonnen werden, in Verbindung mit öffentlich zugänglichen Informationen über die Entwicklung der für das Bewertungsobjekt relevanten Beschaffungs- und Absatzmärkte sowie über die allgemeine konjunkturelle Entwicklung ausreichend sein, um die Plausibilität der Planungsrechnung zu beurteilen.
(148) Die bereinigten Vergangenheitsfolge 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,	

e) 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 erfolbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.	
---	--

(147 alt) wurde leider nicht übernommen.

9.4. Unternehmerlohn

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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.	(169) Bei der Planung der finanziellen Überschüsse von KMU ist darauf zu achten, dass eine fremdübliche Vergütung für Arbeitsleistungen des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner (sog. Unternehmerlohn) berücksichtigt wird. Die Höhe des Unternehmerlohns wird nach den Aufwendungen bestimmt, die für eine <u>Fremdgeschäftsführung</u> anfallen würden.^s
Soweit Familienangehörige des Unternehmenseigners (der Unternehmenseigner) oder andere nahestehende Personen im Unternehmen unentgeltlich tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.	(170) Soweit <u>Familienangehörige</u> des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner oder andere nahestehende Personen im Unternehmen zu <i>unangemessen hohen oder niedrigen Tätigkeitsvergütungen</i> tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.^s

9.5. Übertragbare Ertragskraft

9.5.1. Grundlagen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(171) Bei KMU kann die Ertragskraft (nach Berücksichtigung etwaiger Anpassungen gemäß den Abschnitten 9.2. bis 9.4.) in beson-

^s Sinngemäß.

^s Sinngemäß.

	<i>derem Maße von personenbezogenen Erfolgsbeiträgen geprägt sein, die in der Person des Unternehmenseigners bzw. der Unternehmenseigner oder einer anderen Schlüsselperson begründet sind und deren Fortbestehen ohne deren weiteres Mitwirken im Unternehmen aus der Perspektive eines typisierten Investors nicht oder nicht dauerhaft erwartet werden kann;</i>
	<i>in der Folge wird vereinfachend nur auf den (einen) Unternehmenseigner Bezug genommen. Bei der Bewertung von KMU sind daher insbesondere der Einfluss des Unternehmenseigners auf die Ertragskraft des Unternehmens und die Frage, inwieweit unter Berücksichtigung des konkreten Bewertungsanlasses von einem weiteren Mitwirken des Unternehmenseigners auszugehen ist, zu analysieren. Ist anzunehmen, dass der Unternehmenseigner nicht mehr im Unternehmen mitwirken wird, lassen sich folgende Fälle unterscheiden:</i>
	a) Nicht übertragbare Ertragskraft: <i>Wenn die Ertragskraft eines Unternehmens ausschließlich in der Person des Unternehmenseigners begründet ist, ist sie nicht übertragbar. Die in der Person des bisherigen Unternehmers liegenden Erfolgsbeiträge können in diesem Fall bei einer Übertragung des Unternehmens nicht mehr realisiert werden und sind daher bei der Bewertung nicht zu berücksichtigen.</i>
	b) Partiell oder temporär übertragbare Ertragskraft: <i>Wenn die bisherige Ertragskraft zwar nicht ausschließlich, aber doch maßgeblich von persönlichen Kenntnissen und Fähigkeiten des Unternehmenseigners abhängt und die damit zusammenhängenden Erfolgsbeiträge ohne dessen Mitwirken nicht dauerhaft erzielt werden können, ist die Ertragskraft partiell oder temporär übertragbar. Ist die personenbezogene Ertragskraft nur temporär übertragbar, schmilzt sie in der Regel über einen bestimmten Zeitraum ab (Abschmelzungszeitraum).</i>
	c) Vollständig übertragbare Ertragskraft: <i>Die finanziellen Überschüsse des Unternehmens sind unabhängig von persönlichen Kenntnissen und Fähigkeiten des Unternehmenseigners. Der Wechsel des Unternehmenseigners hat keinen maßgeblichen Einfluss auf die Höhe der finanziellen Überschüsse. Die historischen Erfolgsbeiträge können losgelöst vom bisherigen Unternehmenseigner weiterhin realisiert werden.</i>

Rz. 171: Neuregelung der Übertragbarkeit der Ertragskraft. ME dahingehend zu untersuchen ob tatsächlich ein Transaktionsbezug vorliegt und nicht nur durch die Normdefinition.

9.5.2. Identifizierung von personenbezogenen Erfolgsbeiträgen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(172) <i>Der Einfluss des Unternehmenseigners auf die Ertragskraft des Bewertungsobjekts resultiert im Allgemeinen aus immateriellen Faktoren, die durch die Tätigkeit dieser Person geprägt sind.</i>
Neu	(173) Personenbezogene Erfolgsbeiträge des Unternehmenseigners resultieren oft aus folgenden immateriellen Faktoren: – <u>Beziehungen zu Kunden und Lieferanten:</u> Der Unternehmenseigner ist beispielsweise Hauptleistungserbringer (z.B. Freiberufler, Handwerker), dessen Leistung prägend für die Kundenzufriedenheit ist; oder er ist Verkaufsleiter, der für die Akquisition von Neugeschäft zuständig ist. – <u>Führungsqualitäten:</u> Der Unternehmenseigner ist Vertrauensperson gegenüber den Mitarbeitern und erzeugt hohe Loyalität der Mitarbeiter. – <u>Spezialwissen, technisches Know-How, Kreativität:</u> Der Unternehmenseigner verfügt über Spezialwissen, aufgrund dessen Innovation stattfindet.
Neu	(174) <i>Ohne die weitere Mitwirkung des Unternehmenseigners bzw. bei Fehlen eines effizienten Wissensmanagements verflüchtigen sich diese immateriellen Faktoren und stehen daher nur begrenzt zur Verfügung.</i>

9.5.3. Anpassung der Ertragsplanung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
Neu	(175) <i>Ist davon auszugehen, dass personenbezogene Erfolgsbeiträge in Zukunft <u>nicht in vollem Umfang oder nicht dauerhaft erzielt</u> werden können, sind sie insoweit aus der Planung der zukünftigen finanziellen Überschüsse zu eliminieren.</i>
Neu	(176) <i>Sofern diese Erfolgsbeiträge bei einem anzunehmenden sofortigen Ausscheiden des Unternehmenseigners unter der Annahme durchschnittlicher Managementleistungen zur Gänze entfallen würden, sind sie in voller Höhe bereits im ersten Planjahr auszuscheiden.</i>
Neu	(177) <i>Kann unterstellt werden, dass sich die personenbezogenen Erfolgsbeiträge über einen bestimmten Zeitraum sukzessive verflüchtigen, kann – mangels Vorliegens anderer</i>

	<i>Anhaltspunkte – vereinfachend davon ausgegangen werden, dass diese Erfolgsbeiträge über den betreffenden Zeitraum linear abschmelzen.</i>
Neu	(178) Die Abschmelzungsdauer ist entsprechend den Verhältnissen des Unternehmens bzw. des Branchenumfelds festzulegen. Indikatoren dafür können sein: – Vertragslaufzeiten und erwartete Vertragsverlängerungen, – Produktlebenszyklen, – voraussichtliche Handlungen von Wettbewerbern und potentiellen Konkurrenten.
Neu	(179) <i>Anhaltspunkte für die Schätzung der Abschmelzungsdauer können sich auch aus üblichen steuerlichen Nutzungsdauern für immaterielle Faktoren (wie z.B. Kundenbeziehungen) ergeben. Bei reproduzierbaren personenbezogenen Erfolgsfaktoren entspricht die Abschmelzungsdauer häufig jenem Zeitraum, der bei einer Neuerrichtung eines vergleichbaren Unternehmens durch einen Dritten benötigt würde, um den personenbezogenen Erfolgsfaktor neu zu schaffen.</i>
Neu	(180) <i>Besteht die relevante Alternative zum Erwerb eines KMU in dessen Nachbau oder der Neuerrichtung eines vergleichbaren Unternehmens (<u>Make-or-Buy-Entscheidung</u>), weil die personenbezogenen Erfolgsfaktoren reproduzierbar sind, kann der Unternehmenswert auch als Barwert der Differenzen zwischen den finanziellen Überschüssen bei Unternehmenserwerb und jenen bei Nachbau oder Neuerrichtung ermittelt werden (s. Rz (49)).</i>

Rz. 175: Ertragskraft ist anzupassen. Dies kann sofort erfolgen (Rz.176) oder sukzessive (Rz. 177).

Rz. 178: Schätzung Abschmelzungsdauer z.B. Vertragslaufzeiten oder Produktlebenszyklen.

Rz. 179: Schätzung Abschmelzungsdauer aus steuerlichen Nutzungsdauern für immaterielle Faktoren

Rz. 180: Möglichkeit der Make-or-Buy-Entscheidung. Unternehmenswert als Differenz zwischen finanziellem Überschuss bei Kauf oder Nachbau.

9.6. Annahmen zur Lebensdauer

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(181) <i>Ist die Ertragskraft eines KMU aufgrund personenbezogener Erfolgsbeiträge nur temporär oder gar nicht übertragbar, ist zu beurteilen, inwieweit die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer sachgerecht ist. Die Annahme einer begrenzten Lebensdauer kann sich aus einer zu erwartenden</i>

	<i>Beendigung der Unternehmenstätigkeit ergeben. Sie kann insbesondere auch darauf zurückzuführen sein, dass die Möglichkeit der Fortführung des zu bewertenden Unternehmens mit dem voraussichtlichen Ausscheiden des Unternehmenseigners zeitlich begrenzt ist.</i>
neu	<i>(182) Ist davon auszugehen, dass der bisherige Eigentümer das Unternehmen nur noch für eine begrenzte Zeit weiterführt, danach die bisherige Unternehmensleitung (etwa aus Altersgründen) nicht mehr zur Verfügung steht und ein Verkauf nicht möglich ist, entspricht der Unternehmenswert am Ende der Fortführungsphase dem Liquidationswert.</i>
neu	<i>(183) Steht die bisherige Unternehmensleitung künftig nicht mehr zur Verfügung und ist eine Unternehmensfortführung ohne die bisherige Unternehmensleitung nicht möglich, ist regelmäßig davon auszugehen, dass der Unternehmenswert dem Liquidationswert entspricht. Dies gilt auch, wenn der Ertragswert aufgrund der Berücksichtigung eines angemessenen Unternehmerlohns den Liquidationswert unterschreitet.</i>

Rz. 182: Die Prämisse der unbegrenzten Unternehmensdauer gilt für KMU nicht mehr uneingeschränkt.

Rz. 183: Dem Liquidationswert kommt größere Bedeutung zu.

9.7. Eigenkapitalkosten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	<i>(184) Bei der Bewertung von KMU gestaltet sich die Identifizierung geeigneter börsennotierter Vergleichsunternehmen häufig schwierig. Neben einem Rückgriff auf <u>Beta-Faktoren für Branchen</u> kommen deshalb für die Auswahl von Vergleichsunternehmen auch allgemeine Vergleichskriterien wie etwa Profitabilität oder Wachstum in Betracht.</i>
neu	<i>(185) Das <u>operative Risiko</u> von KMU kann vom operativen Risiko der identifizierten börsennotierten und in der Regel deutlich größeren Vergleichsunternehmen abweichen. Die Höhe des operativen Risikos resultiert aus der Art der betrieblichen Tätigkeit und hängt insbesondere von Standort-, Umwelt- und Brancheneinflüssen, vom Grad der Abhängigkeit von bestimmten Kunden oder Lieferanten sowie vom spezifischen Produkt- und Leistungsprogramm ab.</i>
Neu	<i>(186) Vergleichsweise höheren operativen Risiken von KMU – etwa aufgrund der Abhängigkeit von Großkunden oder aufgrund der Enge des Produkt- und Leistungspro-</i>

	gramms – sollte vorrangig durch eine Anpassung der finanziellen Überschüsse Rechnung getragen werden. Alternativ kommt eine entsprechende <u>Anpassung des Beta-Faktors</u> in Betracht. Dabei ist darauf zu achten, dass es zu keiner Doppelberücksichtigung von Risiken kommt. In jenen Fällen, in denen eine Kürzung der finanziellen Überschüsse um nicht übertragbare personenbezogene Erfolgsfaktoren vorgenommen wird, ist zu beurteilen, ob darüber hinaus noch Anpassungen der finanziellen Überschüsse für vergleichsweise höhere Risiken von KMU erforderlich sind.
--	---

Rz. 184: Für die Ermittlung von Eigenkapitalkosten kann auf Branchenbetas zurückgegriffen werden. Die **Untersuchung entlang der Wertschöpfungskette** wurde aus dem Entwurf nicht übernommen.

Rz. 185: Indizien für Abweichungen des Risikos von KMU gegenüber börsennotierten Unternehmen.

Rz. 186: Anpassung Risiko durch Adaptierung Beta-Faktor.

9.8. Multiplikatoren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(187) Kann eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen nicht identifiziert werden, kann bei der Bewertung von KMU mit Hilfe von marktpreisorientierten Verfahren vereinfachend auf Branchen-Multiplikatoren abgestellt werden. Dabei ist zu beachten, dass die Aussagekraft von <u>Branchen-Multiplikatoren</u> mit zunehmender Heterogenität der einbezogenen Unternehmen sinkt.
(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.	

Rz. 187: Anwendbarkeit von Branchenmultiplikatoren. Entspricht schon bisheriger Praxis.

10. Bewertung von Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(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).	(188) Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag (Non-Profit-Unternehmen) erhalten diesen entweder vom Unternehmensträger (z.B. bestimmte kommunale Institutionen, Sozialwerke, Genossenschaften, gemeinnützige Vereine) oder von einem Subventionsgeber (z.B. Gemeinde, Land, Bund). ^w
(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.	(189) In solchen Unternehmen hat das Kostendeckungsprinzip zur 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. ^w

11. Dokumentation und Berichterstattung

11.1. Dokumentation des Auftrags

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(152) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der Wirtschaftstreuhänder einen schriftlichen Auftrag mit folgendem Mindestinhalt einholen:	(190) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der <i>Berufsberechtigte</i> 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 .	Auftraggeber, Auftragnehmer, Auftragsbedingungen, Bewertungsobjekt, Bewertungssubjekt, Bewertungsanlass, Bewertungszweck, <i>Wertmaßstab</i> , Funktion des <i>Berufsberechtigten</i> , Bewertungsstichtag, etwaige Weitergabebeschränkungen für das Gutachten, Hinweis auf die Einholung einer Vollständigkeitserklärung vor Ausfertigung des <i>Gutachtens</i> .

Rz. 190: Neu Wertmaßstab

^w Wortwörtlich

^w Wortwörtlich

11.2. Einsatz Künstlicher Intelligenz

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
	(191) Der Einsatz Künstlicher Intelligenz (KI) im Bewertungsprozess ist im Gutachten offenzulegen. Es ist darzulegen, welche KI-Modelle für welche Aufgaben herangezogen und wie sie konkret eingesetzt wurden und warum ihr Einsatz sachgerecht war. Die für die unterschiedlichen Typen der KI (<u>Generative Models</u> bzw. <u>Predictive Models</u>) bestehenden Transparenzvorschriften, die sich etwa aus der <u>EU-KI-Verordnung</u> ergeben, sind zu beachten. Im Besonderen ist auf die Herkunft der im KI-Modell verwendeten Daten und deren Aufbereitung sowie deren Eignung für den gegenständlichen Bewertungsprozess einzugehen. Darüber hinaus ist darzulegen, welche der Bewertung zugrunde gelegten Analyseergebnisse mittels KI generiert wurden und in welcher Form sie vom Bewerter auf Plausibilität überprüft wurden.

Rz. 191 Mit der Regelung des Einsatzes Künstlicher Intelligenz wurde ein Meilenstein gesetzt.

11.3. Arbeitspapiere

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(153) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die <u>berufsüblichen Grundsätze</u> in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden. Die Arbeitspapiere dienen einerseits der <u>Dokumentation</u> des Umfangs der geleisteten Arbeiten und sollen andererseits einem sachverständigen Dritten den <u>Nachvollzug</u> der Bewertungsschritte und des Bewertungsergebnisses ermöglichen. ^w	(192) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die <u>berufsüblichen Grundsätze</u> in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden. Die Arbeitspapiere dienen einerseits der <u>Dokumentation</u> des Umfangs der geleisteten Arbeiten und sollen andererseits einem sachverständigen Dritten den <u>Nachvollzug</u> der getroffenen Annahmen, der Bewertungsschritte und des Bewertungsergebnisses in angemessener Zeit ermöglichen. ^s

Rz. 192: Hinweis auf die Nachvollziehbarkeit auch der getroffenen Annahmen. Maßstab der Nachvollziehbarkeit ist der angemessene Zeitraum.

11.4. Vollständigkeitserklärung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(154) Der Wirtschaftstreuhänder hat vom Unternehmen (Bewertungsobjekt) eine Vollständigkeitserklärung (siehe dazu das in der Anlage beigeschlossene Muster) einzuholen. Darin ist auch zu erklären, dass die vorgelegten Plandaten den aktuellen Erwartungen der Unternehmensleitung entsprechen.	(193) Der <u>Berufsberechtigte</u> hat <u>vor Abschluss seiner Arbeiten von seinem Auftraggeber und gegebenenfalls von der Unternehmensleitung</u> des Bewertungsobjekts eine Vollständigkeitserklärung (siehe dazu das in der Anlage beigeschlossene Muster) einzuholen. Darin ist auch zu erklären, dass die vorgelegten Plandaten

^w Wortwörtlich

^s Sinngemäß.

chen, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen.	den aktuellen Erwartungen der Unternehmensleitung entsprechen, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen. ^s
	(194) Falls das Einholen dieser Vollständigkeitserklärung(en) aufgrund besonderer auftragsspezifischer Umstände nicht möglich ist oder nicht zweckmäßig erscheint, ist darauf im Gutachten unter Angabe der maßgeblichen Gründe hinzuweisen. In diesem Zusammenhang ist auch darzulegen, inwieweit dadurch die Zuverlässigkeit des Bewertungsergebnisses eingeschränkt wird.

Rz. 193: Konkretisierung des Kreises derjenigen die eine Vollständigkeitserklärung abgeben müssen. Die Erklärung: „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.“ widerspricht dem Stichtagsprinzip.

Rz. 194: Auf die Einholung der Vollständigkeitserklärung kann verzichtet werden, dann ist im Gutachten darauf hinzuweisen.

11.5. Gutachten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
(155) Das Bewertungsgutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:	(195) Das Gutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:
a) Auftrag (siehe Rz 152),	a) Auftrag (s. Rz (190))
e) erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen,	b) erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen
b) Beschreibung des Bewertungsobjekts, insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht,	c) Beschreibung des Bewertungsobjekts (insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht)
d) Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,	d) Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse
	e) <i>Markt- und Wettbewerbsanalyse</i>
e) Planungsrechnungen	f) Planungsrechnung(en)
f) Plausibilitätsbeurteilung der Planung,	g) Plausibilitätsbeurteilung der Planung
g) angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,	h) angewandte Bewertungsmethode(n) und Begründung ihrer Anwendung
	i) <i>Einsatz Künstlicher Intelligenz</i>
h) Bewertungsschritte,	j) Bewertungsschritte
i) Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,	k) Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
j) Bewertungsergebnis,	l) Bewertungsergebnis
k) Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses.	m) Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses

Rz. 195: Neben der Vergangenheitsanalyse muss nun auch eine **Markt- und Wettbewerbsanalyse** vorgenommen werden. Die Reihenfolge wurde leicht geändert.

Was im Gutachten enthalten sein muss ist nicht nur in Kap. 11 sondern auch dezentral an verschiedenen Stellen angeführt.

^s Sinngemäß.

11.6. Weitergabe des Gutachtens

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2025)
neu	(196) Das Gutachten wird grundsätzlich nur für den im Auftrag festgelegten Bewertungszweck für den Auftraggeber erstellt. Eine Weitergabe des Gutachtens an Dritte oder dessen Verwendung für andere Bewertungsanlässe bzw. Bewertungszwecke bedarf daher einer gesonderten Vereinbarung.
neu	(197) Beabsichtigt der Auftraggeber die Weitergabe des Gutachtens an Dritte, kann der Berufsberechtigte seine Zustimmung an den Abschluss eines Auskunftsvertrags zwischen dem Berufsberechtigten und dem Dritten knüpfen, der die Bedingungen der Weitergabe des Gutachtens regelt. Je nach Bewertungsanlass kann dieser Auskunftsvertrag entweder eine Schad- und Klagloshaltung mit umfassendem Haftungsausschluss zugunsten des Berufsberechtigten (sog. Haftungsausschlusserklärung oder „Hold Harmless Letter“) enthalten oder den Dritten so stellen, als wäre er gleich zu Beginn dem Auftragsverhältnis beigetreten (sog. Haftungsbeitrittserklärung oder „Reliance Letter“). Der Abschluss eines Auskunftsvertrags kann auch verlangt werden, wenn der Auftraggeber den Berufsberechtigten ersucht, Auskünfte zum Gutachten an einen Dritten zu erteilen.
neu	(198) Vor der Weitergabe des Gutachtens bzw. vor der Erteilung von Auskünften an Dritte hat der Auftraggeber den Berufsberechtigten von seiner berufsrechtlichen Verschwiegenheitspflicht zu entbinden. Die Entbindung von der Verschwiegenheitspflicht soll schriftlich erfolgen.
(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.	(199) Sofern vertrauliche Unternehmensdaten zu schützen sind, kann die Berichterstattung dergestalt erfolgen, dass das Gutachten nur eine verbale Darstellung einschließlich des Bewertungsergebnisses enthält und die geheimhaltungsbedürftigen Daten in einem getrennten Anhang angeführt werden. ^s
neu	Alternativ dazu kann eine Schwärzung von geheimhaltungsbedürftigen Daten im Gutachten vorgenommen werden.

Rz. 196 ff: Die Weitergabe des Gutachtens wird erstmals geregelt.

Rz. 199: Schwärzung von geheimhaltungsbedürftigen Daten im Gutachten.

^s sinngemäß

Anlage: Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unterneh-
mensbewertungen

Randziffernfinder

Der Aufsatz ist nach den Rz. des neuen Fachgutachten KFS/BW 1 (2025) gegliedert. Diese Tabelle hilft ausgehend von KFS/BW 1 (2014) die entsprechende Rz. in KFS/BW 1 (2025) zu finden.

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)	KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)	KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)
1	1	43	34	90	154
2	2	44	34	91	152
3	3	45	55	92	n übernomm
4	4	45	n übernomm	93	155
5	2	46	n übernomm	94	153
6	5	48	n übernomm	95	70
7	6	49	n übernomm	95	97
8	52	50	n übernomm	97	75
8	n übernomm	51	59	98	76
9	7	52	63	99	57
10	8	53	64	100	57
11	56	53	n übernomm	101	58
12	27	54	65	102	136
13	54	55	67	103	99
14	9	57	70	104	n übernomm
15	10	58	71	105	n übernomm
16	4	59	72	106	100
16	16	60	73	107	101
17	17	61	74	108	102
17	50	62	74	109	103
18	18	63	77	110	103
18	n übernomm	64	78	111	133
19	22	65	79	112	n übernomm
20	24	66	60	113	156
21	25	67	62	114	105
22	n übernomm	68	83	115	n übernomm
23	44	69	84	116	106
24	45	70	85	117	107
25	52	71	86	118	n übernomm
26	48	72	88	119	n übernomm
27	n übernomm	73	91	120	111
28	53	74	92	121	n übernomm
29	135	75	93	122	110
30	135	76	94	123	116
30	158	77	95	124	112
31	n übernomm	78	96	125	113
32	30	79	124	126	114
32	32	80	129	127	117
33	36	81	n übernomm	128	121
34	n übernomm	82	125	129	119
35	n übernomm	83	130	130	120
36	n übernomm	84	131	131	n übernomm
37	n übernomm	85	132	132	41
38	33	86	132	132	151
39	33	87	126	132	n übernomm
40	31	88	127	133	43
41	n übernomm	89	151	134	80

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)	KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)	KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)
135	81	144	164	151	160
136	82	145	165	151	161
137	n übernomm	146	169	152	190
138	n übernomm	146	170	153	192
139	188	147	166	154	193
140	189	147	168	155	195
141	n übernomm	148	n übernomm	154	193
142	n übernomm	149	137	155	195
143	162	150	138	156	199

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)	KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1(2025)
neu	4	neu	134
neu	11	neu	140
neu	12	neu	141
neu	13	neu	142
neu	14	neu	143
neu	19	neu	144
neu	20	neu	145
neu	21	neu	146
neu	23	neu	147
neu	26	neu	148
neu	28	neu	149
neu	29	neu	150
neu	35	neu	157
neu	37	neu	159
neu	38	neu	163
neu	39	neu	167
neu	40	neu	171
neu	42	neu	172
neu	46	neu	173
neu	47	neu	174
neu	49	neu	175
neu	51	neu	176
neu	55	neu	177
neu	61	neu	178
neu	69	neu	179
neu	87	neu	180
neu	88	neu	181
neu	89	neu	182
neu	90	neu	183
neu	98	neu	184
neu	104	neu	185
neu	108	neu	186
neu	109	neu	187
neu	115	neu	191
neu	118	neu	194
neu	122	neu	196
Neu	123	neu	197
neu	128	neu	198

Literatur

Fachgutachten

- Austrian Financial Reporting and Auditing Committee (AFRAC): „Stellungnahme 24: Beteiligungsbewertung (UGB) - Die Folgebewertung von Beteiligungen im Jahresabschluss nach dem UGB“, Stand April 2026;¹² zitiert: *AFRAC 24 (2026)*;
- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1, zitiert: *KFS/BW 1 (2014)*;
- Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen: „Fachgutachten zur Unternehmensbewertung beschlossen am 6. November 2025 (KFS/BW 1)“, zitiert: *KFS/BW 1 (2025)*;

Bücher

- Wollny: „Der objektivierter Unternehmenswert“, NBW 2018, zitiert: *Wollny (2018)*;

Stichwortverzeichnis

Abgrenzung des Bewertungsobjekts	62	Bewertungsstichtag	22, 70
Abschmelzungsdauer	67	Bewertungssubjekt	6, 70
Adjusted Present Value- Verfahren	<i>Siehe</i> APV- Verfahren	Bewertungsverfahren	
Annahme des dauerhaften Haltens	8	Konsistenz	42
Anteilsbewertung		Bewertungszweck	7, 70
direkte Methode	59	Börsenkurs	24
indirekte Methode	52, 59	Branchenbeta	39
Anwendung Fachgutachten	4	Bruttoverfahren	15
APV-Verfahren	17	Capital Asset Pricing Model	27
Arbeitspapieren	71	Alternativen	51
Auftrag	70, 72	Vorrang	51
Auftraggeber	70	CAPM	<i>Siehe</i> Capital Asset Pricing Model
Auftragnehmer	70	Cost Approach	13
Auftragsbedingungen	70	Debt Beta	42
Ausschüttungsannahmen	49	Detailplanungsphase	31
typisiert subjektiver Unternehmenswert	57	Discounted Cash-Flow-Verfahren	13
Ausschüttungssperre	49, 57	Diskontierungsverfahren	27
Avalprovision	62	Diskontierungszinssatz	26
Bandbreite		Diversifikation	27
Multiplikator	45	Dividend Discount Model	18
Basis of Value	<i>Siehe</i> Wertmaßstab	Dokumentation	71
Basiszinssatz	39	Durchschnittszinsmethode	
Behaltdauer, begrenzte	52	Effektivzinzmethode	<i>Siehe</i>
Berater	12	Effektivzinzmethode	42
Berufsberechtigter	4	Eigenkapitalgeber	
Beta-Faktor	39	Renditeforderung	39
Anpassung bei KMU	69	Eigenkapitalkosten	
Branchen-	68	typisiert subjektiver Unternehmenswert	58
betriebsnotwendiges Vermögen	<i>Siehe</i> Vermögen,	Eigenkapitalkosten	15, 16
betriebsnotwendiges		Eigenkapitalkosten	
Bewertungsanlass	6, 70	KMU	68
Bewertungsansatz	12	Eigenkapitalkosten	des unverschuldeten
Bewertungsergebnis	72	Unternehmens	17
Bewertungsmethode	72	Empfehlungen	4
Bewertungsobjekt	5, 70, 72	Enterprise Value	<i>Siehe</i> Wert des Gesamtkapitals
		Entity-Ansatz	15

¹² [Download](#) bei [AFRAC](#), abgefragt 13.5.2026.

- Equity Value *Siehe* Wert des Eigenkapitals
- Equity-Ansatz 18
- Erfahrungssätze 23
- Erfahrungssätzen 13
- Erfolgsbeiträge
 - personenbezogene 66
- Ertragsschwäche 60
- Ertragsteuer 49
 - Einzelunternehmen 50
 - Kapitalgesellschaft 50
 - Personengesellschaften 50
- Ertragsteuer, persönliche 50
 - nicht betriebsnotwendiges Vermögen 51
- Ertragsteuerbelastung
 - typisiert subjektiver Unternehmenswert 58
- Ertragsteuerwirkung
 - transaktionsbedingte 52
- Ertragswertverfahren 13, 18
- ewige Rente *Siehe* Rentenphase
- Financial Risk *Siehe* Kapitalstrukturrisiko
- finanzielle Kontrolle 53
- finanzieller Überschuss 26, 27
 - negativer 36
- Finanzierung
 - autonome 40
- Finanzierungsannahmen 49
 - typisiert subjektiver Unternehmenswert 57
- Finanzierungspolitik
 - autonome 42
 - wertorientierte 42
- Flows-to-Equity
 - negativer 51
- Fortführungswert 21
- Forward Multiple 45
- Fremdgeschäftsführung 64
- Fremdkapital
 - verzinsliches 15
- Fremdkapital Beta *Siehe* Debt Beta
- Fremdkapitalgeber
 - Renditeforderung 41
- Fremdkapitalkosten 15, 16, *Siehe*
 - Fremdkapitalgeber, Renditeforderung
- Fungibilitätsrisiko 52
 - objektivierter Wert 52
- Funktion, Gutachter 70
- Gebrauchswert 7, 10
- Generative Models 71
- Geschäftsmodell 31, 47, 56
 - Nachhaltigkeit 33
- Geschäftsrisiko 40
- Grenzpreis *Siehe* Unternehmenswert, rein subjektiver
- Grobplanungsphase 31
- Gutachten 5, 12, 72
 - Weitergabebeschränkung 70
- Gutachten Dritter 72
- Gutachter
 - neutraler 12
- Income Approach 12
- Income Approach 27
- Inflation 30
- Informationsbeschaffung 29
- Insolvenzrisiko 28
- Intelligenz
 - Künstliche 71
- Kapitalstruktur 42
 - typisiert subjektiver Unternehmenswert 57
- Kapitalstrukturrisiko 40
 - Anpassung 40
- kapitalwertorientiertes Verfahren 12, 23
- Kaufangebot
 - verbindliches 24
- KI *Siehe* Intelligenz, künstliche
- Kleines und mittelgroßes Unternehmen 61
- KMU *Siehe* Kleines und mittelgroßes Unternehmen
- Konsistenz der Annahmen 33
- Konsistenz der Bewertungsergebnisse 42
- Konsistenz der Bewertungsverfahren 19
- Konvergenzannahme 33
- Konvergenzprozess 33
- Konzern 20
- Konzernbewertung 20
- Körperschaftsteuer *Siehe* Unternehmenssteuer
- Künstliche Intelligenz 72
- Lebensdauer *Siehe* Unternehmensdauer
- Liquidationsplan 22
- Liquidationswert 21, 68
 - Wertuntergrenze 25
- Make-or-Buy-Entscheidung 23, 67
- Managementfaktoren
 - typisiert subjektiver Unternehmenswert 56
- Managementfaktoren
 - individuelle 56
- Market Approach 13
- Marktpreis
 - potentieller 8
- marktpreisorientiertes Verfahren 24
- Marktrisikoprämie 39
- Marktwert 8, 10, 53
 - Ermittlung 24
- Maßnahme
 - noch nicht eingeleitete 56
- Mehrheitszuschlag 53
- Minderheitsabschlag 53
- Mobilitätsrisiko *Siehe* Fungibilitätsrisiko, *Siehe*
 - Fungibilitätsrisiko
- Modalwert 28
- Multiplikator
 - Börsen- 44
 - Branchen- 46
- Multiplikator
 - Transaktions- 44
- Multiplikator
 - Ermittlung 44
- Multiplikator
 - Börsen- 45
- Multiplikator
 - Transaktions- 46
- Multiplikator
 - Branchen- 69
- Multiplikatorverfahren 13, 18
- Nachhaltigkeit 33
- Nachvollziehbarkeit 71
 - intersubjektive 55
- NAV-Methode *Siehe* Net Asset Value-Methode
- Net Asset Value-Methode 20
- Nettoverfahren 18

- nicht betriebsnotwendige Vermögen Siehe
- Vermögen, nicht betriebsnotwendiges
- nicht betriebsnotwendiges Vermögen. 6
- Nominalrechnung 30
- Non-Profit-Unternehmen Siehe Unternehmen,
- bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag
- normorientierte Bewertung 9
- Objektivierung
- erforderliche 7, 9
- Operating Risk *Siehe* Geschäftsrisiko
- Peer Group-Beta 39
- Peer Group-Unternehmen 44
- persönliche Ertragsteuer
- CAPM 40
- Phasenmethode **31**
- Planung 27
- Berufsberechtigter 38
- erwartungstreue 28
- fehlende 37
- Management- 28
- Unternehmensleitung 38
- Planungsrechnung 72
- integrierte 31
- Planungsunterlagen
- Verlässlichkeit 29
- Vollständigkeit 29
- Plausibilität 11, 35**
- Ergebnis 23, 24, 72
- formelle 35
- Mangel 37
- interne materielle 36
- materielle
- Mangel 37
- materielle 35
- Planung 34
- subjektiver Planansätze 55
- Plausibilitätsbeurteilung 72
- Plausibilitätskontrolle 29
- Predictive Models 71
- Rating 28, 42
- externes 28
- synthetisches 28
- Realrechnung **30**
- Rechtsformänderung 50
- Regelung
- auftragsbezogene 5
- gesetzliche 4
- vertragliche 5
- Renditevorgaben
- individuelle 58
- Rentabilitätsniveau 33
- Rentenphase 32
- Risiko 26
- systematisches 27
- unsystematisches 27
- Risikozuschlag 39
- Risikozuschläge
- kapitalmarktorientierte 27
- Risikozuschlagsmethode 27
- Schiedsgutachter 12
- Schiedswert **12, 23**
- Schwärzung 73
- Sicherheitsäquivalenzmethode 27
- Soll-Ist-Vergleich 30
- Sorgfalt
- angemessene 22
- SOTP-Bewertung *Siehe* Sum-of-the-Parts-
- Bewertung
- Standard of Value *Siehe* Wertmaßstab
- Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen 17
- Steuerlatenzen 53
- Stichtagsprinzip **22**
- Substanzwertverfahren 13, 23
- Sum-of-the-Parts-Bewertung 20
- Synergieeffekt 48
- Marktwert 53
- nicht realisierter 49
- realisierter 49
- Synergieeffekte
- typisiert subjektiver Unternehmenswert 57
- Synergiekreises 57
- Szenarien 28
- Szenarioanalyse 38
- Tauschwert 7
- Tax Shield 16, 17
- Risikogehalt 42
- Tax-CAPM 41
- TCF-Verfahren 15
- Terminal Value *Siehe* Rentenphase, *Siehe*
- Rentephase
- Thesaurierung 31
- Trailing Multiple 45
- transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen
- typisiert subjektiver Unternehmenswert 59
- transaktionsbedingter Ertragsteuerwirkungen 53
- Transaktionskosten **52, 53**
- typisiert subjektiver Unternehmenswert 59
- Transaktionspreis 24
- typisierter subjektive Unternehmenswert 11
- Typisierung
- erforderliche 7, 9
- Überschüsse, finanzielle 31
- Unterlagen 72
- Unternehmen 5
- bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag **70**
- Unternehmensanalyse **29**
- Unternehmensanteil
- direkte Methode 42
- indirekte Methode 42
- Unternehmensdauer
- begrenzte 32, 52, 67
- unbegrenzte 32
- Unternehmensfortführung
- Zwänge zur 26
- Unternehmenskonzept 47, 56
- Unternehmensnachbau
- hypothetischer 13
- Unternehmenspolitik 56
- Unternehmenssteuer
- CAPM 40
- objektivierter Wert 49
- Unternehmenswert
- objektivierter 8, **9**, 23
- rein subjektiver 8
- typisiert subjektiver 8, 23, 56
- Unternehmerlohn 64
- Value in Exchange *Siehe* Tauschwert
- Value to the Holder *Siehe* Gebrauchswert

- Veräußerungskosten 53
- Vergangenheitsanalyse 29, **30**, 72
 - Planung 38
- Vermögen
 - betriebsnotwendiges **25**, 62
 - nicht betriebsnotwendiges 25, 72
 - Steuer 51
- Vermögensrecht 42, 53
- Vollständigkeitserklärung 36, 70, 71
- WACC 15
- WACC-Verfahren 15
- Wachstum
 - Quellen 32
- Wachstumsunternehmen 33
- Weighted Average Cost of Capital-Verfahren *Siehe*
WACC-Verfahren
- Weitergabe des Gutachtens 73
- Wert des Eigenkapitals 15, 18
- Wert des Gesamtkapitals 15
- Wertfindung
 - vereinfachte 5
- Wertkonzept
 - fundamentales 7
 - objektiviertes 7
 - subjektives 7
- Wertmaßstab 7, 8, 70
- Wertschöpfungskette 40
 - Untersuchung entlang der 69
- Werttreiber 35
- Wurzeltheorie 22
- Zeitraum
 - angemessene 71
- Zerschlagungsgeschwindigkeit 21
- Zerschlagungsintensität 21
- Zweckadäquanz 7