Peter Hager: Änderungen durch das neue Fachgutachten KFS/BW1 „Unternehmens-bewertung“ vom 26.3.2014 Info für Wissensplattform[1][2]

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis **1**
Vorwort **2**
Änderung der Gliederung **3**
1. Vorbemerkung **5**
2. Grundlagen **7**
2.1. Bewertungsobjekt 7
2.2. Bewertungssubjekt 7
2.3. Bewertungsverfahren 8
2.4. Bewertungsanlässe 10
2.5. Bewertungszwecke und Funktionen des Wirtschaftstreuhänders 10
2.5.1. Bewertungszwecke 10
2.5.2. Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts 10
2.5.3. Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts 13
2.5.4. Ermittlung eines Schiedswerts 13
2.5.5. Funktionen des Wirtschaftstreuhänders 14
3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten **15**
3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks 15
3.2. Stichtagsprinzip 15
3.3. Betriebsnotwendiges Vermögen 16
3.4. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen 16
3.5. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen 17
Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips (bisher 3.6.) 17
4. Bewertung mit Diskontierungsverfahren **19**
4.1. Grundlagen 19
4.1.1. Anwendung des Ertragswert- oder eines DCF-Verfahrens 19
4.1.2. Brutto- und Nettoverfahren 19
4.2. DCF-Verfahren 21
4.2.1. Grundsätzliches 21
4.2.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz) 22
4.2.2.1. Ermittlung der Free Cash-Flows 22
4.2.2.2. WACC-Verfahren 24
4.2.2.3. APV-Verfahren 26
4.2.3. Equity-Ansatz 27
4.3. Ertragswertverfahren 28
4.4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse 29
4.4.1. Planung der finanziellen Überschüsse 29
4.4.1.1. Überblick 29
4.4.1.2. Informationsbeschaffung 30
4.4.1.3. Vergangenheitsanalyse 30
4.4.1.4. Planung (Phasenmethode) 31
4.4.1.5. Plausibilitätsbeurteilung der Planung 35

[1] Randziffern ohne Bezeichnungen beziehen sich auf das neue Fachgutachten KFS/BW 1 vom 26.3.2014, ältere Gutachten werden mit Jahreszahl versehen. Löschungen wurden durchgestrichen, Hinzufügungen sind kursiv gesetzt. Wichtige Hinweise sind Gelb unterlegt.

[2] Die Randziffernvergleiche basieren auf den Folien von Dr. Viktor Purtscher vom Linde Forum Unternehmensbewertung 2013 und 2014.

4.4.1.6. Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung 38
4.4.2. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts 40
4.4.2.1. Unternehmenskonzept 40
4.4.2.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen 40
4.4.2.3. Managementfaktoren 41
4.4.2.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern 41
4.4.2.5. Synergieeffekte 43
4.4.3. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts 44
4.4.3.1. Unternehmenskonzept 44
4.4.3.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen 44
4.4.3.3. Managementfaktoren 45
4.4.3.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern 45
4.4.3.5. Synergieeffekte 45
4.5. Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse 46
4.5.1. Grundlagen 46
4.5.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts 47
4.5.2.1. Berücksichtigung des Risikos 47
4.5.2.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber 49
4.5.3. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts 54
4.5.4. Renditeforderung der Fremdkapitalgeber 55
4.5.5. Wachstum in der Rentenphase 55
4.6. Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsverfahren 55
5. Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren 57
5.1. Konzept 57
5.2. Auswahl der Bezugsgrößen 57
5.3. Ermittlung und Anwendung der Multiplikatoren 58
6. Liquidationswert 60
7. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen 61
7.1. Wachstumsunternehmen 61
7.2. Ertragsschwache Unternehmen 61
7.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag 62
7.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen 62
7.5. Kleine und mittlere Unternehmen 63
7.5.1. Kennzeichen 63
7.5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts 64
7.5.3. Bestimmung des Unternehmerlohns 64
7.5.4. Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten 65
8. Bewertung von Unternehmensanteilen 67
9. Dokumentation und Berichterstattung 68
9.1. Dokumentation des Auftrags 68
9.2. Arbeitspapiere 68
9.3. Vollständigkeitserklärung 68
9.4. Bewertungsgutachten 69
Randziffernfinder 70
Literatur zur Änderung 72
sonstige Literatur 72
Stichwortverzeichnis 74

Vorwort

Der folgende Aufsatz soll die Änderungen durch die Neufassung des KFS/BW 1 vom 26.3.2014 gegenüber dem KFS/BW 1 v. 26.2.2006 kurz darstellen, und ist mit Vertiefungshinweisen zu den einzelnen Kapiteln versehen. Sie richtet sich an Interessenten, die schon Grundkenntnisse der Unternehmensbewertung haben und ist daher mit Vertiefungshinweisen versehen.

Die nicht übernommenen Rz. des alten Fachgutachten KFS/BW 1 (2006) sind nicht vollständig angeführt.

„Die wesentlichen Änderungen sind:

- Aufwertung der Multiplikatormethode (Plausibilisierung, objektivierter Unternehmenswert für Kleinstunternehmen);
- Ergänzung bzw. Eingriffe bei mangelhafter oder fehlender Planung sind zulässig;
- Einführung einer Grobplanungsphase;
- Berücksichtigung von Thesaurierung und Konvergenz in der ewigen Rente;
- verstärkte Plausibilisierung;
- Regelung der Synergien;
- Vereinfachung der Berücksichtigung der persönlichen Besteuerung bei der Bewertung von Personengesellschaften;
- Anwendung alternativer Kapitalkostenkonzepte sowie eine Modifikation des Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Ermittlung der Kapitalkosten."[3]

Änderung der Gliederung

neu	bisher
1. Vorbemerkungen	1. Vorbemerkungen
2. Grundlagen	2. Grundlagen
2.1.-2.2. (Bewertungssubjekt, Bewertungsobjekt)	
2.3. Bewertungsverfahren	2.3. Inhalt des Unternehmenswerts
2.4.- 2.5. (Bewertungsanlässe, Bewertungszwecke - Funktionen des Wirtschaftstreuhänders)	
3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten	
3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks	3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszweck
3.2. Stichtagsprinzip	3.2. Stichtagsprinzip
	~~3.3. Ableitung des Unternehmenswerts aus künftigen finanziellen Überschüssen~~
3.3. Betriebsnotwendiges Vermögen	3.4. Betriebsnotwendiges Vermögen
3.4. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	3.5. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen
	~~3.6. Berücksichtigung von Ertragsteuern~~
	~~3.7. Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips~~
3.5. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen	3.8. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen
4. Bewertung durch Diskontierungsverfahren 4.2. DCF-Verfahren 4.3. Ertragswertverfahren	6. Bewertungsverfahren 6.1. Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Verfahren 6.2. Ertragswertverfahren 6.3. DCF-Verfahren 6.4. Übergewinnverfahren
4.4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse	4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse
4.5. Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse	5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
4.6. Konsistenz der Bewertungsergebnisse	
5. Plausibilisierung (Multiplikatorverfahren)	7. Anhaltspunkte für Plausibilitätsbeurteilungen 7.1. Börsenkurse 7.2. Multiplikatormethoden
6. Liquidationswert	6.5. Liquidationswert
7. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen	8. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen
8. Bewertung von Unternehmensanteilen und	9. Bewertung von Unternehmensanteilen

[3] *Hager* (2014a), S. 1121

Berichterstattung	10.Dokumentation und Berichterstattung

Die neue Gliederung zeichnet sich durch eine **große Klarheit** ab, weicht aber von IDW S1 (2008) ab. Die bisherige Gliederung entspricht dem deutschen Fachgutachten „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, IDW S1 vom 02.4.2008.

1. Vorbemerkung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
1. Vorbemerkungen	
(1) Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat nach eingehenden Beratungen **am 26. März 2014** das vorliegende Fachgutachten beschlossen, welches das Fachgutachten KFS/BW 1 vom 27. Februar 2006 ersetzt. Das vorliegende Fachgutachten ist auf Bewertungen anzuwenden, die nach dem ***30. Juni 2014*** erstattet werden. ***Eine frühere Anwendung ist zulässig***.	(1) Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat nach, eingehenden Beratungen am 27.2.2006 das vorliegende Fachgutachten beschlossen, welches das Fachgutachten KFS/BW 1 vom 20.12.1989 mit Wirkung ab 1.5.2006 ersetzt. Eine frühere Anwendung wird empfohlen.
(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.[w]	(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 Klein- und Mittelunternehmen zu berücksichtigen.
(3) Der Fachsenat verweist darauf, dass es sich bei diesem Fachgutachten um allgemeine Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten handelt. Diese Grund-sätze können nur den Rahmen festlegen, in dem die fachgerechte Problemlösung im Einzelfall liegen muss. Die Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode sowie Abweichungen von den vorgegebenen Grundsätzen liegen in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhänders.[w]	(3) Der Fachsenat verweist darauf, dass es sich bei diesem Fachgutachten um allgemeine Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten handelt. Diese Grundsätze können nur den Rahmen festlegen, in dem die fachgerechte Problemlösung im Einzelfall liegen muss. Die Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode sowie Abweichungen von den vorgegebenen Grundsätzen liegen in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhänders.
(4) Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten, bleiben insoweit von diesem Fachgutachten unberührt.[w]	(4) Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellungen, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten, bleiben insoweit von diesem Fachgutachten unberührt.
*(5) Die **Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung** des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation gibt Empfehlungen zu Fragen der Unternehmensbewertung von allgemeiner Bedeutung ab.*	neu

[w] Wortwörtlich

[w] Wortwörtlich

[w] Wortwörtlich

Die **Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“** des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation hat mit seinen Empfehlungen[4] schon bisher viel zur Klärung von Fragen der Unternehmensbewertung beigetragen, nunmehr wird seine Stellung auch im Fachgutachten (Rz. 5) verankert.

Das Fachgutachten wurde am **26.3.2014 beschlossen** und ist nach dem **30. Juni 2014 in Kraft**. Eine frühere Anwendung ist zulässig. Im Gegensatz zum Fachgutachten KFS/BW 1 (2006) gibt es keine Empfehlung zur früheren Anwendung. Im Bewertungsgutachten soll daher der verwendete Standard angeführt werden.[5]

Eine frühere Anwendung von Fachgutachten ist problematisch, da Werte so zu ermitteln sind wie sie sich im Stichtag darstellten. Sofern eine Neufassung nur eine Klarstellung ist, stellt die rückwirkende Anwendung kein Problem dar. Wenn die Neufassung einen Paradigmenwechsel darstellt, ist die rückwirkende Anwendung mE nicht zulässig.[6]

---

[4] Die Empfehlungen finden sich soweit sie zugänglich sind oder von der KWT für die Finanzverwaltung zur Verfügung gestellt wurden auf der Wissensplattform Kapitel Steuern-Unternehmensbewertung bei Fachgutachten und Empfehlungen.

[5] vgl. dazu *Hager* (2013)

[6] vgl. dazu *Hager* (2014a), Zur rückwirkenden Anwendung von Fachgutachten: vgl. *Großfeld* (2012), Rz. 215ff, *Lenz*: „Die Rückwirkung geänderter Grundsätze zur Unternehmensbewertung auf den Bewertungsstichtag“, WPg 2006, 1160, *Hüttemann*: „Zur "rückwirkenden" Anwendung neuer Bewertungsstandards“, WPg 2008“, 822, *Bungert*: „Rückwirkende Anwendung von Methodenänderungen bei der Unternehmensbewertung“, WPg 2008, 811, *Ruthardt / Hachmeister:* „Zur Frage der rückwirkenden Anwendung von Bewertungsstandards“, WPg 2011, 351.

2. Grundlagen

2.1. Bewertungsobjekt[7]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(6) **Bewertungsobjekt** (Gegenstand der Unternehmensbewertung) ist ein Unternehmen. Unter einem Unternehmen wird eine als Gesamtheit zu betrachtende wirtschaftliche Einheit verstanden. In der Regel ist das ein rechtlich abgegrenztes Unternehmen, es kann aber auch ein Unternehmensverbund, eine Betriebsstätte, ein Teilbetrieb oder eine strategische Geschäftseinheit sein.[w]	(5) Bewertungsobjekte (Gegenstand der Unternehmensbewertung) sind Unternehmen. Unter einem Unternehmen wird eine als Gesamtheit zu betrachtende wirtschaftliche Einheit verstanden. In der Regel ist das ein rechtlich abgegrenztes Unternehmen, es kann aber auch ein Unternehmensverbund, eine Betriebsstätte, ein Teilbetrieb oder eine strategische Geschäftseinheit sein.
(7) Die wirtschaftliche Einheit muss selbständig geführt werden können, dh dass sie in ihren Beziehungen zum Beschaffungs- und Absatzmarkt und bei ihrer Leistungserstellung nicht der Eingliederung in einen anderen Betrieb bedarf. Teilbereiche der wirtschaftlichen Einheit (zB Beschaffung, Absatz, Forschung und Organisation), die für sich allein keine finanziellen Überschüsse erzielen, sind kein Bewertungsobjekt. Der Wert der wirtschaftlichen Einheit ergibt sich daher nicht aus dem Wert der einzelnen Faktoren, sondern aus dem Zusammenwirken aller Faktoren.[w]	(6) Die wirtschaftliche Einheit muss selbständig geführt werden können, d.h. dass sie in ihren Beziehungen zum Beschaffungs- und Absatzmarkt und bei ihrer Leistungserstellung nicht der Eingliederung in einen anderen Betrieb bedarf. Teilbereiche der wirtschaftlichen Einheit (z.B. Beschaffung, Absatz, Forschung und Organisation), die für sich allein keine finanziellen Überschüsse erzielen, sind keine Bewertungsobjekte. Der Wert der wirtschaftlichen Einheit ergibt sich daher nicht aus dem Wert der einzelnen Faktoren, sondern aus dem Zusammenwirken aller Faktoren.
(8) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen.[w]	(7) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

2.2. Bewertungssubjekt[8]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(9) Unternehmen sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte bezeichnet.[w]	(8) Unternehmen sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte bezeichnet.

---

7 Zur Vertiefung: Unterlage: *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S.9ff,

w Wortwörtlich

w Wortwörtlich

w Wortwörtlich

8 Zur Vertiefung: Unterlage: *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S. 10f

w Wortwörtlich

2.3. Bewertungsverfahren[9]

KFS/BW 1 (2014)		KFS/BW 1 (2006)	
(10)	Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsverfahren gehen davon aus, dass der Unternehmenswert *unter Zugrundelegung* ausschließlich finanzieller Ziele zu bestimmen ist.	(9)[10]	Unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner), die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden (Zukunftserfolgswert).
(11)	Bei ***Diskontierungsverfahren*** ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert finanzieller Überschüsse, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden.		
	Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem Diskontierungssatz, der der Renditeforderung der Kapitalgeber entspricht.		Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem ~~Kapitalisierungszinssatz~~, der der Rendite einer ~~adäquaten Alternativanlage~~ entspricht.
	Zu den Diskontierungsverfahren zählen die *Discounted Cash-Flow-Verfahren* (siehe Rz 34ff) und das *Ertragswertverfahren* (siehe Rz 48ff).		~~(10) Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren (vgl. Abschn. 6.2.) oder nach einem der Discounted Cash-Flow-Verfahren (vgl. Abschn. 6.3.) ermittelt werden.~~
(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).*	neu	
(13)	Die Untergrenze für den Unternehmenswert bildet der Liquidationswert (siehe Rz 132f), sofern *der Liquidation* nicht rechtliche *oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen*.	(11)	Die Untergrenze für den Unternehmenswert bildet grundsätzlich der Liquidationswert (vgl. Abschn. 6.5.).

a) Grundsätzliches

In der Praxis werden viele Methoden angewandt, nicht alle entsprechen dem Stand der Wissenschaften.[11] Die im Fachgutachten angeführten Bewertungsmethoden gelten in der österreichischen Judikatur und Verwaltungspraxis als betriebswirtschaftlich anerkannte Methoden.[12] Daher kommt der Aufzählung im Fachgutachten KFS/BW 1 große Bedeutung zu. KFS/BW 1 unterscheidet nun zwischen Diskontie-

---

9 Zur Vertiefung: Unterlage *Methodenübersicht*, *Bachl* (2011), S. 13, zur Darstellung der angewandten Methoden in Ö: *Nadvornik* u.a.: „Bestandsaufnahmen der aktuellen Unternehmensbewertungslandschaft in Österreich“, RWZ 2012, 5, in D: *Henselmann / Barth*: „ „Übliche Bewertungsmethoden“ – Eine empirische Erhebung für Deutschland“, BP 2009, II 9, *Fischer-Winkelmann /Busch*: „Die praktische Anwendung der verschiedenen Unternehmensbewertungsverfahren I. “, FB 2009, 635, *Fischer-Winkelmann /Busch*: „Die praktische Anwendung der verschiedenen Unternehmensbewertungsverfahren II.“, FB 2009, 715.

10 Tz (10) und (11) neu entsprechen in etwa der alten Tz (9)

11 Einen Überblick über die angewandten Methoden gibt: *Kahr*: „Unternehmensbewertungsverfahren in der Praxis“, RWZ 1999, 39; Nadvornik u.a.: „Eine Bestandsaufnahme der aktuellen Unternehmensbewertungslandschaft in Österreich - eine empirische Erhebung“, RWZ 2012/5; Henselmann / Barth: „Übliche Bewertungsmethoden – Eine empirische Erhebung für Deutschland“, BP 2009, S. 9

12 so z.B. Rz. 2241 und 2584 EStR 2000 betreffend Teilwertabschreibung und Zuschreibung, Rz. 680 UmgrStR 2002 hinsichtlich Verkehrswert. Zur Vertiefung: Unterlage *Welche Werte* auf Wissensplattform

rungsverfahren (Ertragswert- und DCF-Verfahren) und Multiplikatorverfahren. Das Substanzwertverfahren ist für die Ermittlung des Liquidationswertes[13] zu beachten.

b) Diskontierungsverfahren[14]

Ertragswertverfahren und Discounted-Cash-Flow-Verfahren werden in Rz. 11 unter dem Begriff Diskontierungsverfahren zusammengefasst und (sofern methodisch nicht unterschiedlicher Herangehensweise notwendig ist) gemeinsam erläutert.

Bei den DCF-Verfahren werden die in der Praxis gängigen Methoden angeführt

- WACC-Verfahren (Rz. 38ff)[15]
- Adjusted Present Value-Verfahren (APV-Verfahren) (Rz. 43ff)[16]
- Equity-Ansatz (Rz. 46ff)[17] [18]

Eine bemerkenswerte Neuerung ist die Aussage der Rz. 116f über die **Konsistenz der Bewertungsergebnisse**. Demnach müssen alle Methoden das gleiche Ergebnis bringen. Dies ist hinsichtlich vereinzelter Literaturmeinung[19] zum Methodenpluralismus und der Praxis erstaunlich.[20]

Dass das Ertragswert- und DCF-Verfahren zum selben Ergebnis kommen, scheint an der Realität vorbeizugehen. Dabei ist zu beachten, dass die in der Praxis übliche Berechnung des Ertragswertes auf Basis des gesamten erzielten Gewinnes / Ertragsüberschusses nicht mit dem Begriff des Ertrages als der finanzielle Überschuss an den Unternehmenseigner in Rz. 48 übereinstimmt.[21]

c) Multiplikatorverfahren (Marktpreisorientierte Verfahren)[22]

Das Multiplikatorverfahren, das in KFS/BW 1 (2006) schon zur Plausibilisierung gedient hat kann nunmehr auch für die Ermittlung subjektiver Werte verwendet werden. Damit wird dem angloamerikanischen Vorbild gefolgt. Es bleibt zu hoffen, dass die Datenbasis die gleiche Qualität erreicht. Auf die Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ wird jedenfalls noch viel Arbeit haben.

Die Arbeit mit den Mulitplikatorverfahren wird in Kapitel 5 erläutert, die Anwendung auf objektivierte Werte wird in Kapitel 2.5.2.dargestellt.

„Multiplikatormethoden wurden bisher in der deutschsprachigen Literatur eher angefeindet. Als Hauptgründe für die Ablehnung werden das fehlende theoretische Fundament und die zu geringe Datenbasis für den deutschsprachigen Raum angeführt. Im neuen Fachgutachten KFS/BW 1 wurde zum einen der Plausibilisierung ein breiterer Raum eingeräumt, zum anderen können objektivierte Werte von „Kleinstunternehmen“ durch Multiplikatoren ermittelt werden“[23]

c) Liquidationswert[24]

Der Liquidationswert stellt beim Diskontierungsverfahren den Mindestwert dar, sofern keine rechtlichen oder faktischen Gründe für eine Unternehmensfortführung sprechen.

---

13 siehe Kapitel 7

14 vgl. Kapitel 4

15 vgl. Kapitel 4.2.2.2.

16 vgl. Kapitel 4.2.2.3.

17 vgl. Kapitel 4.2.3.

18 Zur Änderung des Tax Shields siehe Rz. 44

19 Barthel: „Unternehmenswert: Gewichtung, infolge Methodenpluralismus“ in DB 2011, 719

20 Zu den notwendigen formelmäßigen Anpassungen vgl.Rz. 117

21 Zu den unterschiedlichen Ertragsbegriffen siehe Kapite. 4.3.

22 Zur Methode vgl. Kapitel 5.

23 *Hager* (2014a), S. 1121f

24 Zur Ermittlung vgl. Kapitel 6

2.4. Bewertungsanlässe[25]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[s]	(12) Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind vielfältig. Bewertungen können auf Grund rechtlicher Vorschriften, auf Grund vertraglicher Vereinbarungen oder aus sonstigen Gründen erfolgen. Als Beispiele seien ~~(ohne Anspruch auf Vollständigkeit)~~ genannt: Erwerb und Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensanteilen, Ein- und Austritt von Gesellschaftern in ein bzw. aus einem Unternehmen, Umgründung (Verschmelzung, Umwandlung, Einbringung, Zusammenschluss, Realteilung und Spaltung), Abfindung, Börseneinführung, Privatisierung, Erbteilung, Feststellung von Pflichtteilsansprüchen, Enteignung, Kreditwürdigkeitsprüfung, Sanierung, wertorientierte Vergütung von Managern.

2.5. Bewertungszwecke und Funktionen des Wirtschaftstreuhänders

2.5.1. Bewertungszwecke[26]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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[w]	(13) Aus der Gesamtheit der in der Realität vorkommenden Bewertungsanlässe können für die Praxis des Wirtschaftstreuhänders folgende bedeutsame Zwecksetzungen abgeleitet werden: Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten, Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten, Ermittlung von Schiedswerten

2.5.2. Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts[27]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
*(16) Der objektivierte Unternehmenswert wird unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines **Diskontierungsverfahrens** ermittelt.*[28] *Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens*	~~(14) Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartun-~~

---

25 zur Vertiefung: Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform *Bachl* (2011), S. 4ff, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 100f

s sinngemäß

26 Zur Vertiefung: Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S. 11ff, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 101ff

w Wortwörtlich

27 Zur Vertiefung: Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S. 12f, *Wollny* (2010)

28 Objektivierter Unternehmenswert nur durch Diskontierung zu ermitteln, entspricht der alten Auffassung. Ist eine Klarstellung zur Öffnung des Fachgutachtens zur Mulitplikatormethode in Tz 12. Allerdings ist die Ausnahme für Kleinstunternehmen in Rz. 18 zu beachten

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.	~~gen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt~~.
Bestehen **rechtliche Vorgaben** für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach den für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.	Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach dem Zweck der für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.
*(17) Die **Plausibilität** des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist zu beurteilen. Dies kann ua durch Anwendung eines Multiplikatorverfahrens erfolgen. Notieren Anteile am zu bewertenden Unternehmen an einer Börse oder liegen für das zu bewertende Unternehmen Informationen über realisierte Transaktionspreise in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag vor, ist die Plausibilität des Bewertungsergebnisses durch eine Analyse dieser Börsenkurse oder Transaktionspreise zu beurteilen. Führt die Plausibilitätsbeurteilung zu wesentlichen Abweichungen vom Bewertungsergebnis auf Basis eines Diskontierungsverfahrens, sind die Abweichungen zu analysieren und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses zu würdigen.*	~~(112) Bei börsennotierten Unternehmen sind die Börsenkurse zur Plausibilitätsbeurteilung des nach den Grundsätzen dieses Fachgutachtens ermittelten Unternehmenswerts heranzuziehen. Wesentliche Abweichungen sind zu analysieren und darzustellen (z.B. geringer Anteil börsengehandelter Anteile, fehlende Marktgängigkeit, Manipulation des Börsenkurses). Sachlich nicht begründbare Abweichungen sollten zum Anlass genommen werden, die der Bewertung zugrunde liegenden Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen.~~ ~~(113) Preisfindungen mittels ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierter Multiplikatoren können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten.~~
(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.	~~(114) In der Praxis wird gelegentlich zur Preisfindung insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (z.B. freiberufliche Praxen) die Multiplikatormethode angewendet. Eine derartige Vorgangsweise kann jedoch nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung treten.~~

Der objektivierte Unternehmenswert ist durch ein Diskontierungsverfahren zu ermitteln, bei sehr kleinen Unternehmen besteht unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit den Wert durch ein Multiplikatorverfahren zu ermitteln.[29]

[29] Zur Anwendung der Multiplikatormethode für Verkehrswert siehe *Hager* (2014)

Im Steuerrecht ist der objektivierte Wert maßgeblich für:
- gemeiner Wert
- Teilwert
- Verkehrswert[30]

Das Ergebnis ist zwingend zu plausibilisieren (Kap. 5), dabei kommt dem Multiplikatorverfahren große Bedeutung zu. Wenn Börsenkurse oder Transaktionspreise vorliegen, können diese verwendet werden, ansonsten ist eine Multiplikatorverprobung vorzunehmen (Rz. 17).

a) Muliplikatorverfahren und objektivierter Wert

„Die Anforderungen an eine ordnungsmäßige Unternehmensbewertung und die damit verbundenen Kosten werden immer größer. Die Praxis verlangt daher Vereinfachungen. In Rz. 18 des Fachgutachtens wurde daher für Kleinstunternehmen die Möglichkeit der Ermittlung des objektivierten Werts mit der Multiplikatormethode eingeführt.[31]

„Anwendungsvoraussetzungen dafür sind:
1. Das Bewertungsobjekt ist ein Kleinstunternehmen.
2. Eine feste allgemeine Verkehrsauffassung über den Multiplikator muss sich gebildet haben.
3. Der Multiplikator muss mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Wertermittlung darstellen.

- **Kleinstunternehmen:** Als sehr kleine Unternehmen gelten solche, die die Buchführungsgrenze des § 189 Abs. 1 Z 2 UGB nicht überschreiten. Nicht ersichtlich ist, wie bei den Ausnahmebestimmungen zur Buchführungspflicht (z. B. Land- und Forstwirtschaft, Freiberufler) und Kapitalgesellschaften (die unabhängig von der Buchführungsgrenze des § 189 Abs. 1 Z 2 UGB immer buchführungspflichtig sind) zu verfahren ist.
- **Feste allgemeine Verkehrsauffassung:** Diese Wortwahl deutet auf ein sehr hohes Ausmaß der Bestimmtheit hin. Wünschenswert für den Gutachtensersteller und -adressaten wäre eine Liste der Branchen und Höhe der Multiplikatoren.
- **Verlässliche Grundlage der Wertermittlung:** Die Ergebnisse der Multiplikatormethode und der Wert des Unternehmens sollen korrelieren. Vergleichsbasis ist primär der Wert, d. h. der objektivierte Wert (durch Diskontierungsverfahren). Streng genommen müsste man zur Sicherheit immer ein Diskontierungsverfahren vornehmen, was dann keine Vereinfachung mehr wäre. Die zweite Möglichkeit, die Validität des Ergebnisses zu überprüfen, sind Studien über die tatsächlich erzielten Preise in einer Branche.8) Die Anwendung stellt ein Wahlrecht dar. Bei der Vielzahl der offenen Fragen würde ich eine praktische Anwendung erst empfehlen, wenn diese durch Literatur oder Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung abgeklärt sind.“[32]

b) Ergebnisplausibilisierung

„Bereits bisher war in den Rz. 112 ff. des Fachgutachtens KFS/BW 1 (2006) eine zwingende Plausibilisierung und in Rz. 138 des Fachgutachtens KFS/BW 1 (2006) eine Plausibilitätsbeurteilung vorgesehen. In der Praxis kam diese bisher jedoch zu kurz oder war sehr allgemein gehalten.“[33]

„Eine Plausibilisierung ist explizit sowohl für den objektivierten (Rz. 17 des Fachgutachtens) als auch für den subjektiven Unternehmenswert (Rz. 19 des Fachgutachtens) vorgesehen.“[34]

„Möglichkeiten dazu bieten:
- Multiplikatorverfahren,
- Börsekurse,
- Transaktionspreise.“[35]

---

30 vgl. *Hager* (2014), S. 202

31 *Hager* (2014a), S. 1122

32 *Hager* (2014a), S. 1122

33 *Hager* (2014a), S. 1125

34 *Hager* (2014a), S. 1125

„Sofern Börsenkurse oder Transaktionspreise vorliegen, sind diese zur Plausibilisierung heranzuziehen. Führt die Plausibilisierung zu wesentlichen Abweichungen vom Bewertungsergebnis auf Basis eines Diskontierungsverfahrens, sind die Abweichungen zu analysieren, und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses ist zu würdigen. Die Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses ist gem. Rz. 155 des Fachgutachtens im Bericht anzugeben.“ [36]

2.5.3. Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts[37]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.	(15) Der subjektive Unternehmenswert ist ein Entscheidungswert. In diesen fließen die subjektiven Vorstellungen und persönlichen Verhältnisse sowie sonstige Gegebenheiten (z.B. Synergieeffekte) des Bewertungssubjekts ein. Für einen potenziellen Käufer bzw. Verkäufer soll dieser Wert die relevante Preisober- bzw. Preisuntergrenze aufzeigen.
Die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist unter sinngemäßer Anwendung der in Rz 17 festgelegten Grundsätze zu beurteilen. Rz 18 ist sinngemäß anzuwenden.	

Der subjektive Wert (Entscheidungswert) ist durch Diskontierung zu ermitteln. Das Ergebnis ist zu plausibilisieren (Rz. 17). Für Kleinstunternehmen gilt die Möglichkeit der Ermittlung durch Multiplikatorverfahren (Rz. 19).

2.5.4. Ermittlung eines Schiedswerts[38]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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 Um-fang einbezieht, stellt der Schiedswert einen fairen und angemessenen Interessenausgleich zwischen den betroffenen Bewertungssubjekten dar.[w]	(16) 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.

35 *Hager* (2014a), S. 1125

36 *Hager* (2014a), S. 1125

37 Zur Vertiefung: Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S. 11

38 Zur Vertiefung: Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Bachl* (2011), S. 13, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 103, Aschauer (2009), S. 90f, 159ff

w Wortwörtlich

2.5.5. Funktionen des Wirtschaftstreuhänders[39]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(21) Der Wirtschaftstreuhänder kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters/Vermittlers tätig werden.[w]	(17) Der Wirtschaftstreuhänder kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters/Vermittlers tätig werden.

Die Tätigkeit des Gutachters ergibt sich nach KFS/BW 1 aus dem Bewertungszweck.

[39] zur Vertiefung Unterlage *Grundbegriffe* auf Wissensplattform, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 105

[w] Wortwörtlich

3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten

3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks[40]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(22) Da mit einem Bewertungsanlass unterschiedliche Bewertungszwecke verbunden sein können, ist die Aufgabenstellung für die Unternehmensbewertung allein aus dem mit der Bewertung verbundenen Zweck abzuleiten. Dieser bestimmt die Vorgangsweise bei der Unternehmensbewertung, insbesondere die Auswahl des geeigneten Bewertungsverfahrens und die Annahmen hinsichtlich Planung und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse. Eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung setzt daher voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung der Bewertungszweck und die Funktion, in der der Wirtschaftstreuhänder tätig wird, festgelegt werden.[w]	(18) Da mit einem Bewertungsanlass unterschiedliche Bewertungszwecke verbunden sein können, ist die Aufgabenstellung für die Unternehmensbewertung allein aus dem mit der Bewertung verbundenen Zweck abzuleiten. Dieser bestimmt die Vorgangsweise bei der Unternehmensbewertung, insbesondere die Auswahl des geeigneten Bewertungsverfahrens und die Annahmen hinsichtlich ~~Prognose~~ und Kapitalisierung 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.

Nur wenn der Bewertungszweck mit dem Anlass der Bewertung übereinstimmt, kann das Gutachten die geforderten Aussagen treffen. Ein Gutachten über den nicht passenden Zweck (z.B. Entscheidungswert zum Nachweis des Verkehrswertes) hat m.E. keine Indizwerkung, sondern kann bestenfalls als Basis für eine Schätzung herangezogen werden.[41]

3.2. Stichtagsprinzip[42]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(23) Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Bewertungsstichtag ist jener Zeitpunkt, für den der Wert des Unternehmens festgestellt wird; er ergibt sich aus dem Auftrag oder aus vertraglichen oder rechtlichen Regelungen. Ab diesem Zeitpunkt sind die *finanziellen Überschüsse* in die Unternehmensbewertung einzubeziehen.[s]	(19) Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Bewertungsstichtag ist jener Zeitpunkt, für den der Wert des Unternehmens festgestellt wird; er ergibt sich aus dem Auftrag oder aus vertraglichen oder rechtlichen Regelungen. Ab diesem Zeitpunkt sind die finanziellen Überschüsse (~~Nettozuflüsse an die Eigner~~) in die Unternehmensbewertung einzubeziehen.
(24) *Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts sind* alle für die Wertermittlung beachtlichen Informationen, die bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können, zu berücksichtigen. Änderungen der wertbestimmenden Faktoren zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Abschluss der Bewertung sind	(20) Alle für die Wertermittlung beachtlichen Informationen, die bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können, sind zu berücksichtigen. Änderungen der wertbestimmenden Faktoren zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Abschluss der Bewertung sind nur dann zu berücksichtigen, ~~wenn sich dies~~

40 zur Vertiefung: *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 105, *Moxter* (1990), S. 5ff

w Wortwörtlich

41 Dies ergibt sich aus der Judikatur des VwGH, wonach ein Verkehrswertgutachten nicht als Nachweis für eine Teilwertabschreibung geeignet ist.

42 zur Vertiefung: Unterlage: *Grundbegriffe*, *Moxter* (1990), S. 169ff

s sinngemäß

nur dann zu berücksichtigen, *wenn ihre Wurzel vor dem Bewertungsstichtag liegt.*[43]	~~aus dem Bewertungszweck ergibt.~~

Der Wert eines Unternehmens und der Stichtag, zu dem dieser Wert ermittelt wurde, sind ein untrennbares Datenpaar. Der Stichtag definiert im Konzept der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung, welcher Zeitraum als Vergangenheit und welcher Zeitraum als Zukunft gilt.[44]

In Rz. 24 wurde das Wurzelprinzip[45] verdeutlicht.

3.3. Betriebsnotwendiges Vermögen[46]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(25) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit der immateriellen und materiellen Gegenstände sowie Schulden, die dem Unternehmen für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen.[w]	(22) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit jener immateriellen und materiellen Gegenstände sowie Schulden, die dem Unternehmen für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen.
nicht übernommen	~~(23) Ist das Vermögen quantitativ oder qualitativ für die den Zukunftserfolgen zugrunde gelegten Leistungen nicht geeignet, sind die Auswirkungen notwendiger Anpassungen in der Planungsrechnung zu berücksichtigen. Das betriebsnotwendige Vermögen besitzt auch im Rahmen der Risikobeurteilung erhebliche Bedeutung.~~[47]
(26) Dem Substanzwert, verstanden als Rekonstruktionszeitwert (Vermögen abzüglich Schulden) des betriebsnotwendigen Vermögens, kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.[w]	(24) Dem Substanzwert, verstanden als Rekonstruktionszeitwert (Vermögen abzüglich Schulden) des betriebsnotwendigen Vermögens, kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

Das Bewertungsobjekt hat neben dem notwendigen Betriebsvermögen das zur Leistungserstellung notwendig ist noch nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Ersteres wird im Zuge der Gesamtbewertung z.B. durch Diskontierung künftiger Cash-Flows ermittelt. Letzteres wird gesondert ermittelt. In der Praxis wird die Abgrenzung gerne übersehen.

3.4. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen[48]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(27) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (zB betrieblich nicht genutzte	(25) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (z.B. betrieblich nicht genutzte

43 Letzter Satz Verdeutlichung, Rest sinngemäß

44 *Wollny* (2010) S. 126

45 vgl. *Wollny* (2010), S. 130f

46 Eine Unterlage zur Abgrenzung notwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist in Vorbereitung

w Wortwörtlich

47 Zur Planung Kap. 4.4., zum Kapitalstrukturrisiko Rz. 107f

w Wortwörtlich

48 Eine Unterlage zur Abgrenzung notwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist in Vorbereitung

	Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).[w]		Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).
(28)	Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt grundsätzlich zum Barwert der daraus resultierenden künftigen finanziellen Überschüsse. Untergrenze ist der Liquidationswert.[s]	(26)	Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt grundsätzlich zum Barwert der daraus resultierenden künftigen ~~Nettozuflüsse~~. Untergrenze ist der Liquidationswert.

3.5. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen

KFS/BW 1 (2014)[49]		**KFS/BW 1 (2006)**	
(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,	(34)	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.
(30)	*etwa bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts.* ***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.*	(33)	Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts aus dem Blickwinkel eines potenziellen Käufers bzw. Verkäufers zur Bestimmung der Preisobergrenze bzw. Preisuntergrenze sind Transaktionskosten, das sind Kosten in Verbindung mit dem Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens, zu berücksichtigen, z.B. Verkehrsteuerbelastungen bei der Übernahme von Grundstücken. Gleiches gilt für transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen wie Ertragsteuerersparnisse aus einem erhöhten Abschreibungspotenzial aus aufgedeckten stillen Reserven und Firmenwertkomponenten bzw. Ertragsteuerbelastungen aus einem Veräußerungsgewinn.
		~~(31)~~	~~Zur Berücksichtigung von transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen wird auf Abschn. 3.8. verwiesen.~~

Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips (bisher 3.6.)[50]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
nicht übernommen	~~(32) Das in den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften enthaltene Vorsichtsprinzip ist bei der Unternehmensbewertung nicht zu beachten.~~

[w] Wortwörtlich

[s] sinngemäß

[49] sinnbemäß gleich, nur anders zusammengefasst

[50] vgl. Wollny (2010), S. 170

Das Prinzip der Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips ist in der Literatur und Judikatur allgemein anerkannt. Die Nichtübernahme ins neue Fachgutachten bedeutet nicht, dass das Prinzip nicht zu beachten ist.

4. Bewertung mit Diskontierungsverfahren

4.1. Grundlagen

4.1.1. Anwendung des Ertragswert-[51] oder eines DCF-Verfahrens[52]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[s]	(85) Das Ertragswertverfahren und die DCF-Verfahren beruhen insoweit auf der gleichen konzeptionellen Grundlage, als sie den Unternehmenswert als Barwert künftiger finanzieller Überschüsse ermitteln. ~~Diese Verfahren~~ eignen sich zur Bestimmung sowohl von objektivierten als auch von subjektiven Unternehmenswerten ~~und führen bei identischen Annahmen zu identischen Ergebnissen.~~[53] ~~Die Ausführungen in den Abschnitten 2. bis 5. gelten sowohl für das Ertragswert- als auch für die DCF-Verfahren.~~
	~~(21) Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner resultieren vor allem aus der Ausschüttung (Entnahme) der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse abzüglich allfälliger Einlagen (Zahlungsstromorientierung).~~[54] ~~Die Grundlage der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse bildet eine integrierte Planungsrechnung (Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzpläne).~~[55]

DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren werden unter dem Oberbegriff Diskontierungsverfahren zusammengefasst, dadurch wird ihre Gemeinsamkeit klarer hervorgestrichen.

4.1.2. Brutto- und Nettoverfahren

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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 Fremd-	(83) Bei der Bruttokapitalisierung (~~Entity-Ansatz~~) wird der Unternehmenswert zweistufig ermittelt. In der ersten Stufe wird der Wert des Gesamtkapitals aus der Sicht von Eigen- und Fremdkapitalgebern bestimmt.

[51] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 15, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 108, sowie Kapitel. 4.3.

[52] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 16, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 111, sowie Kapitel. 4.2.

[s] sinngemäß

[53] nunmehr in Rz. 116

[54] Im neuen Fachgutachten kommt der Umstand dass die Bewertung auf Basis der Zuflüsse an den Eigentümer erfolgt m.E. nicht mehr so klar hervor.

[55] Hinweis auf integrierte Planungsrechnung findet sich in Rz. 58.

kapitals der Wert des Eigenkapitals ermittelt.	In der zweiten Stufe wird durch den Abzug des Marktwerts des verzinslichen Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals als Unternehmenswert ermittelt.
Zu den Bruttoverfahren gehören das *WACC-Verfahren (Weighted Average Cost of Capital-Verfahren)* und das *APV-Verfahren (Adjusted Present Value-Verfahren)* als Varianten der DCF-Verfahren.[s]	(84) Der Bruttokapitalisierung entsprechen das Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Konzept und das Adjusted Present Value (APV)-Konzept als Varianten der DCF-Verfahren.
(33) Bei den Nettoverfahren wird der Wert des Eigenkapitals direkt durch Diskontierung der den *Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse (Flows to Equity)* ermittelt. Zu den Nettoverfahren gehören das Ertragswertverfahren und der Equity-Ansatz als Variante der DCF-Verfahren.[s]	(82) Bei der Nettokapitalisierung wird der Unternehmenswert in einem einstufigen Verfahren durch Kapitalisierung der den Eignern künftig zufließenden Zahlungsströme ermittelt. Die Nettokapitalisierung erfolgt entweder nach dem Ertragswertverfahren oder nach dem Equity-Ansatz als einer Variante der Discounted Cash-Flow (DCF)-Verfahren.

Sofern der Wert des Eigenkapitals (=Nettowert) sofort ermittelt wird, spricht man von Nettoverfahren (Ertragswertverfahren[56], Equity-Ansatz[57]). Beim Bruttoverfahren wird zuerst der Wert des Gesamtunternehmens (=Bruttowert) ermittelt und davon die Verbindlichkeiten abgezogen (WACC-Verfahren[58]; APV-Verfahren[59]).

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

[56] vgl. Kap. 4.3.

[57] vgl. Kap. 4.2.3.

[58] vgl. Kap. 4.2.2.2.

[59] vgl. Kap. 4.2.2.3.

4.2. DCF-Verfahren[60] [61]

Synonyme Bezeichnungen der Bewertungsverfahren:

Bezeichnung in KFS/BW 1	Synonym	mein Vorschlag
APV-Verfahren[62]		APV-Verfahren
WACC-Verfahren[63]	Free-Cash-Flow-Verfahren[64] Bruttoverfahren[65] Entity-Approach[66] DCF-Methode mittels Entity-Ansatzes[67]	WACC-Verfahren
[68]	TCF-Verfahren[69] Bruttoverfahren auf Basis von TCF[70]	TCF-Verfahren
Equity-Ansatz	FTE-Verfahren[71] Nettoverfahren[72] Equity-Approach[73] DCF-Methode mittels Equity-Ansatzes[74]	FTE-Verfahren

4.2.1. Grundsätzliches

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(34) *Bei Anwendung von DCF-Verfahren wird der Unternehmenswert* durch Diskontierung von Cash-Flows ermittelt, die je nach Verfahren unterschiedlich definiert werden. DCF-Verfahren werden im Allgemeinen zur Bewertung von Kapitalgesellschaften herangezogen. Im Folgenden wird daher auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften abgestellt. Dabei wird es *in der Regel als*[75] zulässig erachtet, vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern sowohl bei den zu diskontierenden Cash-Flows als auch im *Diskontierungssatz* zu verzichten (vgl Rz 84).	(90) Die DCF-Verfahren ermitteln den Unternehmenswert durch Kapitalisierung von CashFlows, die je nach Verfahren unterschiedlich definiert werden. Sie werden im Allgemeinen zur Bewertung von Kapitalgesellschaften herangezogen. Im Folgenden wird daher auf die Bewertung von Kapitalgesellschaften abgestellt. Dabei wird es als zulässig erachtet, vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer sowohl bei den zu kapitalisierenden Cash-Flows als auch im Kapitalisierungszinssatz zu verzichten (vgl. Abschn. 5.3.5.).

60 Eine Unterlage zu den DCF-Verfahren ist in Vorbereitung

61 zur Vertiefung: *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 111ff, *Bachl* (2011), S. 51ff

62 *Ballwieser* (2011), S. 134, *Bachl* (2011), S. 55, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 121

63 *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 126

64 *Ballwieser* (2011), S. 161,

65 *Mandl / Rabel* (1997), S. 38

66 *Mandl / Rabel* (1997), S. 38

67 *Bachl* (2011), S. 52

68 nicht in KFS/BW 1

69 *Ballwieser* (2011), S. 184

70 *Mandl / Rabel* (1997), S. 365

71 Ballwieser (2011), S. 187

72 *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 131, *Mandl / Rabel* (1997), S. 40,

73 *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 131, *Mandl / Rabel* (1997), S. 40

74 *Bachl* (2011), S. 51

75 Klarstellung

(35) Die Anwendung von DCF-Verfahren erfordert Informationen bzw Annahmen über die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkosten) sowie über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts.[76] [77]	(91) Die DCF-Verfahren erfordern Informationen bzw. Annahmen über die Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber~~). Dazu wird in der Regel das CAPM herangezogen~~.[78]

4.2.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz)

4.2.2.1. Ermittlung der Free Cash-Flows[79]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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:	(95) Die ~~künftigen~~ Free Cash-Flows werden unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung ermittelt. *Bei Vorliegen einer integrierten Planungsrechnung, die explizite Annahmen über die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals enthält, lässt sich der Free Cash-Flow indirekt wie folgt errechnen (~~Schema 1~~):*
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)[s]	~~Handelsrechtliches~~ Jahresergebnis + Fremdkapitalzinsen - Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen = 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	(96) Da die Free Cash-Flows unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung ermittelt werden, sind die Fremdkapitalzinsen hinzuzurechnen und die mit der steuerlichen Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen verbundene Steuerersparnis (Tax Shield) ab-

[76], neu Bezug auf konkrete Finanzierungspolitik des Unternehmens

[77] Zur Finanzierungspolitik vgl. Rz. 41, 116

[78] Gestrichen der explizite Verweis auf CAPM, vgl. jedoch Rz. 101

[79] zur Vertiefung *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 122f

[s] sinngemäß

*der Fremdkapitalzinsen verbundene Steuerersparnis (**Tax Shield**) abzuziehen.*[w]	zuziehen.
nicht übernommen	~~(97) Liegt eine integrierte Planung mit expliziten Annahmen über die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals nicht vor, kann vereinfachend das nachfolgende Schema verwendet werden (Schema 2):~~
	~~Ergebnis vor Zinsen und Steuern~~ ~~- Steuern bei reiner Eigenfinanzierung~~ ~~= 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)~~
nicht übernommen	~~(98) In diesem Fall unterbleibt eine explizite Darstellung des Cash-Flow aus dem Finanzierungsbereich. Die Finanzierung wird durch die Kapitalstruktur determiniert, die in den WACC eingeht. Eventuelle Ausschüttungsrestriktionen[80] werden nicht berücksichtigt. Die Plausibilität der (implizit) getroffenen Annahmen und die Eignung dieser Vorgangsweise zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind durch den Wirtschaftstreuhänder zu würdigen.~~
nicht übernommen	~~(99) Für die Zeit nach der Detailplanungsphase sind plausible Annahmen über die weitere Entwicklung der Free Cash-Flows zu treffen. Die Free Cash-Flows können entweder konstant bleiben oder mit einer bestimmten Wachstumsrate wachsen. Die letztere Annahme führt zu einem Wachstumsabschlag vom WACC.~~
nicht übernommen	~~(100) Der Barwert der Free Cash-Flows zu Beginn der zweiten Phase wird auch Residualwert genannt. Bei Fortführung des Unternehmens wird er als Fortführungswert bezeichnet, bei Liquidation des Unternehmens entspricht er dem Liquidationswert.~~

Der Free-Cash-Flow (FCF) ist für das WACC-Verfahren und das APV-Verfahren maßgeblich. Der FCF kann ausgehend vom EBIT oder retrograd vom unternehmensrechtlichen Ergebnis berechnet werden. Rz. 36 sieht eine retrograde Ermittlung vor. Die vereinfachte Berechnung in Rz. 97 KFS/BW 1 (2006) wurde nicht übernommen, da ein Finanzplan aufgestellt werden muss.

[w] Wortwörtlich

[80] Siehe Ausführungen im Text unten

Ausschüttungssperren waren schon im Geltungsbereich des KFS/BW 1 (2006) zu beachten, deren Rz. 98 stand in (scheinbaren[81]) Widerspruch zur Rz. 36 betreffend Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen, wonach Ausschüttungsrestriktionen zu beachten sind.

4.2.2.2. WACC-Verfahren[82]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(38) *Beim* WACC-Verfahren wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch *Diskontierung* der Free Cash-Flows mit dem WACC ermittelt. Der Marktwert des Eigenkapitals (*Equity Value*[83]) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.[s]	(92) Nach dem WACC-Konzept mit Free Cash-Flows wird der Marktwert des Gesamtkapitals durch ~~Kapitalisierung~~ der Free Cash-Flows mit dem WACC ermittelt. Der Marktwert des Eigenkapitals (U~~nternehmenswert~~) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.
(39) Der WACC ist ein *gewichteter Mischzinssatz aus* Eigenkapitalkosten (*Renditeforderung der Eigenkapitalgeber*) und Fremdkapitalkosten (*Renditeforderung der Fremdkapitalgeber*). Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.[84] *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.*[85]	(93) Der WACC ist ein ~~nach der Kapitalstruktur gewichteter~~ Mischzinssatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten. Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.
(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.[s]	(94) Der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals entspricht bei ~~marktüblicher Verzinsung~~ dem Buchwert des Fremdkapitals. Wird das Fremdkapital niedriger oder höher verzinst, als es dem marktüblichen Zinssatz entspricht, ergibt sich der Marktwert des Fremdkapitals aus den mit dem marktüblichen Zinssatz kapitalisierten Fremdfinanzierungszahlungen.
(41) Werden die Free Cash-Flows auf der Grundlage einer integrierten Unternehmens-planung ermittelt, führt die Planung bzw Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung (*autonome Finanzierungspolitik*) in der Regel dazu, dass der Verschuldungsgrad in der Detailplanungsphase von Periode zu Periode schwankt, sodass sowohl der WACC im Zeitablauf	(103) ~~Wie ausgeführt,~~ werden die Free Cash-Flows ~~nach Schema 1~~ auf der Grundlage einer vollständigen Unternehmensplanung ermittelt. Die Planung bzw. Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung führt in der Regel dazu, dass die Kapitalstruktur von Periode zu Periode schwankt, sodass der WACC im Zeitablauf nicht konstant bleibt. ~~Auf Grund der dann erforderli-~~

[81] Rz. 97f KFS/BW 1 (2006) betrafen die vereinfachte Berechnung wenn keine Finanzplanung vorhanden war.

[82] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 52ff. *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 126ff

[83] Klarstellung

[s] sinngemäß

[84] Verdeutlichung

[85] Verdeutlichung, siehe unten

[s] sinngemäß

nicht konstant bleibt *als auch periodenspezifische Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw des Beta-Faktors (vgl Rz 103ff) aufgrund des sich ändernden Kapitalstrukturrisikos notwendig werden.*	~~chen aufwendigeren Berechnungen kann es in derartigen Fällen zweckmäßig sein, anstelle des WACC-Konzepts das APV-Konzept oder den Equity-Ansatz anzuwenden.~~
(42) Eine vereinfachte Anwendung des WACC-Verfahrens besteht darin, eine im Zeitablauf konstante Kapitalstruktur (Zielkapitalstruktur) auf Basis von Marktwerten vorzugeben, sodass auch der WACC im Zeitablauf konstant bleibt. *Mit der Annahme einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur wird implizit unterstellt, dass der Bestand an verzinslichem Fremdkapital bei einer Änderung des Marktwerts des Gesamtkapitals im Zeitablauf entsprechend angepasst wird (wertorientierte Finanzierungspolitik). Um die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik beurteilen zu können, hat der Wirtschaftstreuhänder die im Zeitablauf implizit unterstellten Anpassungen der Bestände des verzinslichen Fremdkapitals sowie die aus dieser Finanzierungspolitik resultierenden Flows to Equity für die einzelnen Perioden zu ermitteln und in seinem Bericht offenzulegen. Die Plausibilität dieser Finanzierungspolitik ist auf dieser Grundlage durch den Wirtschaftstreuhänder zu beurteilen.*	(102) Der WACC kann einfach berechnet werden, wenn das Verhältnis Fremdkapital zu Eigenkapital auf Basis von Marktwerten als periodenunabhängige Zielkapitalstruktur vorgegeben wird. Damit erhält man einen im Zeitablauf konstanten WACC. ~~Die Eigenkapitalkosten haben der Kapitalstruktur zu entsprechen.~~
nicht übernommen	~~(101) Der WACC hängt von den Kosten des Fremd- und des Eigenkapitals sowie vom Verschuldungsgrad ab. Die Kosten des Fremdkapitals ergeben sich aus dem Zinssatz für Fremdkapital abzüglich der Steuerersparnis durch Fremdfinanzierung, weil im Free CashFlow die Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen nicht berücksichtigt wird. Zur Ermittlung der dem Verschuldungsgrad entsprechenden Eigenkapitalkosten vgl. die Ausführungen im Abschn. 5.3.~~

Die Fremdkapitalkosten sind um die **Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung** zu vermindern, weil diese Steuerersparnis im Free Cash-Flow nicht berücksichtigt wird. Dies ist schon in Rz. 36 dargestellt und hätte daher mE nicht extra erwähnt werden müssen und stellt auch keine Neuerung dar.

Marktwert Fremdkapital: In der Praxis wird oft der Fehler gemacht, dass nur die Bankverbindlichkeiten vom Bruttowert abgezogen werden, Rz. 40 (= Rz. 94 KFS/BW 1 (2006)) stellt klar, dass das gesamte Fremdkapital abzuziehen ist. Es ist nur bei niedrigerer oder höherer Verzinsung eine Adaptierung vorzunehmen.

Bei Vorliegen einer Finanzplanung kann der Kapitalbestand berechnet werden (autonome Finanzplanung) der Verschuldensgrad (FK/EK) schwankt, es muss daher für jedes Jahr der WACC neu berechnet werden (Rz. 41). Vereinfachend kann laut Rz. 42 eine konstante Kapitalstruktur (wertorientierte Finanzierungspolitik) unterstellt werden. Es muss dann das WACC nicht jedes Jahr extra gerechnet werden. Diese Vereinfachung machte das WACC-Verfahren so beliebt.

Bei der wertorientierten Finanzpolitik kann es jedoch zu unplausiblen Finanzierungsannahmen kommen (Kreditaufnahme bei Wertsteigerung des Unternehmens). Weshalb die Plausibilität durch den Gutachter beurteilt werden muss. ME wird dies aber nicht so weit gehen müssen, eine vollständige Finanzplanung zu erstellen.

4.2.2.3. APV-Verfahren[86]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(43) Nach dem APV-Konzept wird zunächst unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung der Marktwert des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens ermittelt. Dazu werden die Free Cash-Flows mit den Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens diskontiert. Der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens wird um die durch die Verschuldung bewirkten diskontierten Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen (Tax Shields) erhöht. Die Summe aus Marktwert des unverschuldeten Unternehmens und Wertbeitrag der Tax Shields ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals. Nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value).	(104) 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 kapitalisiert. Der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens wird um die durch die Verschuldung bewirkte kapitalisierte Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen(Tax Shield) erhöht. Die Summe aus Marktwert des unverschuldeten Unternehmens und Tax Shield ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals. Nach Abzug des Marktwerts des Fremdkapitals verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert).
Barwert der Free Cash-Flows bei Diskontierung mit $r(EK)_u$ + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens = Marktwert des unverschuldeten Unternehmens + Marktwerterhöhung 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[s]	Barwert der Free Cash-Flows bei Kapitalisierung mit r(EK)u + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens = Marktwert des unverschuldeten Unternehmens + Marktwerterhöhung durch Fremdfinanzierung (Tax Shield) = Marktwert des Gesamtkapitals des verschuldeten Unternehmens - Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals = Marktwert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) r(EK)u = Eigenkapitalkosten für das unverschuldete Unternehmen
(44) Die Marktwerterhöhung durch Fremdfinanzierung (**Wertbeitrag der Tax Shields**) wird durch Diskontierung der Steuerersparnisse aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shields) ermittelt. Zur Diskontierung der Tax Shields ist ein *risikoadäquater Zinssatz* zu verwenden. *Die diesbezüglich getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten zu erläutern und zu begründen.*	(105) Bei geplanten bzw. vorgegebenen Fremdkapitalbeständen kann angenommen werden, dass die Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen sicher ist. Die Steuerersparnisse sind dann mit dem ~~risikolosen Zinssatz~~ zu kapitalisieren.
(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	(106) Beim APV-Konzept wirken sich Änderungen der Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens nicht auf die Höhe der Eigenkapitalkosten aus, sodass das Erfordernis der Verwendung periodenspezifischer

[86] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 55ff, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 121ff

[s] sinngemäß

das Erfordernis der Verwendung perioden-spezifischer Diskontierungssätze entfällt.[s]	Kapitalisierungszinssätze 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.[w]	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.

a) Diskontierung Tax-Shield

„Beim APV-Verfahren ist gem. Rz. 44 des Fachgutachtens der Tax Shield mit einem risikoadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Gegenüber der bisherigen Diskontierung mit dem Basiszinssatz führt dies zu einer Wertminderung. Die diesbezüglich getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten zu erläutern und zu begründen."[87]

Mögliche Diskontierungssätze für den Tax Shield:[88]
- risikoloser Zins
- Fremdkapitalzinssatz
- Renditeforderung des Eigenkapitalgebers für das unverschuldete Unternehmen ($R_{EK/u}$)

Folgende Parameter bestimmen Risikogehalt:[89]
- Finanzierungspolitik
- Erwartungen hinsichtlich der Höhe des Fremdkapitalzinssatzes
- Erwartungen hinsichtlich der Höhe des Steuersatzes
- Einschränkungen der Abzugsfähigkeit und Verwertbarkeit infolge einer ausreichend hohen Bemessungsgrundlage vor Zinsen

Eine Diskontierung mit dem risikolosen Zinssatz wird infolge der Unsicherheiten i.d.R. nicht vertretbar sein. In der Praxis finden sich vermehrt der Ansatz von Fremdkapitalzins bzw. Rendite EK-Geber des unverschuldeten Unternehmens.[90]

Je höher der Zinssatz, umso geringer ist der Wertbeitrag des Tax Shields.

4.2.3. Equity-Ansatz[91]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(46) Beim *Equity-Ansatz* werden die den Unternehmenseignern zufließenden *finanziellen Überschüsse* (Flows to Equity) mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen *diskontiert*.	(107) Beim Nettoverfahren werden die ~~Nettozuflüsse~~ an die Unternehmenseigner (Flows to Equity) mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen ~~kapitalisiert~~. ~~In der Regel bleiben dabei die persönlichen Ertragsteuern außer Ansatz (vgl. Abschn. 6.3.1.). Der Equity-Ansatz entspricht dem Ertragswertverfahren mit marktorientierter Risikoberücksichtigung.~~[92]
(47) Ausgehend vom Free Cash-Flow lässt sich der Flow to Equity wie folgt ermitteln:	neu

[s] sinngemäß

[w] Wortwörtlich

[87] *Hager* (2014a), S. 1122f

[88] vgl. *Enzinger / Pellet* (2013), Fol 22

[89] vgl. *Enzinger / Pellet* (2013), Fol 23

[90] vgl. *Enzinger / Pellet* (2013), Fol 23

[91] zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 51f, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 131ff

[92] Zu den persönlichen Ertragsteuern im Allgemeinen vgl. Rz. 83ff, beim DCF-Verfahren Rz. 36

Free Cash-Flow (FCF) - *Fremdkapitalzinsen* + *Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)* +/- *Erhöhung/Verminderung des verzinslichen Fremdkapitals* = *Flow to Equity (FTE)* *Der Flow to Equity entspricht den im Rahmen der integrierten Unternehmensplanung ermittelten Zahlungsströmen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Eigenkapitalgebern.*	

Die Ermittlung des FTE wurde bisher nicht extra erläutert. Die neue Rz. 47 entspricht der Praxis.

4.3. Ertragswertverfahren[93] [94]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(48) Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert durch *Diskontierung* der den Unternehmenseignern zufließenden *finanziellen Überschüsse* ermittelt.[s]	(86) Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch ~~Kapitalisierung~~ der ~~Nettozuflüsse~~ an die Unternehmenseigner.
(49) *Bei identen Annahmen betreffend die finanziellen Überschüsse und die Ableitung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber entspricht das Ertragswertverfahren dem Equity-Ansatz der DCF-Verfahren.*	neu
(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).*[s]	(89) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird der Kapitalisierungszinssatz durch die individuellen Verhältnisse bzw. Vorgaben des jeweiligen Investors bestimmt. Als Kapitalisierungszinssatz können individuelle Renditevorgaben, die Renditeerwartung der besten Alternative oder aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Renditen (z.B. über das CAPM) dienen. Auch in diesem Fall ist das Erfordernis der Laufzeitäquivalenz zu beachten; gegebenenfalls ist ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.
	~~(109) Das Übergewinnverfahren wird in der Theorie auf Grund seiner Orientierung am Substanzwert abgelehnt. Soweit dieses Verfahren auf Grund vertraglicher Regelungen oder aus anderen Gründen anzuwenden ist, wird auf das Fachgutachten KFS/BW1 vom 20.12.1989, Abschn. 10.3.3., verwiesen.~~

Ertragswert- und DCF-Verfahren beruhen auf der gleichen konzeptionellen Grundlage (Kapitalwertkalkül), daher sollten sie das gleiche Ergebnis ergeben.

---

93 Eine Unterlage zum Ertragswertverfahren ist in Vorbereitung

94 zur Vertiefung: *Mandl / Rabel* (1997), S. 31ff

s sinngemäß

s sinngemäß

In der Praxis wird das Ertragswertverfahren auf Basis des Periodenertrages ermittelt. Jedoch wurde schon im KFS/BW 1 (2006) der Nettozufluss an den Unternehmenseignern die maßgebliche Berechnungsgrundlage. Dieser erfordert jedoch einen wesentlich höheren Prognoseaufwand.

Gegenüberstellung der unterschiedlichen Ertragsbegriffe:[95]

	CF/PE Orientierung	Finanzplan erforderlich	Ausschüttung
Netto Cash-Flow beim Eigner	CF	ja	Prognose
Netto Ausschüttung des Unternehmens	CF	ja	Prognose
Eiinzahlungsüberschüsse des Untern.	CF	ja	VAF
Netto-Einnahmen des Unternehmens	CF	eingeschr.	VAF
Periodenerfolg des Unternehmens	PE	nein	VAF

CF Cash-Flow
PE Periodenergebnis
VAF Vollausschüttungsfiktion

Meine Empfehlung, wenn der Periodenerfolg nicht die erforderliche Genauigkeit ergibt, wäre ein DCF-Verfahren anzuwenden, da durch die systematische Erfassung die Fehlergenauigkeit vermindert wird.

4.4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse

4.4.1. Planung der finanziellen Überschüsse[96]

4.4.1.1. Überblick

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(51) Die *Planung* der finanziellen Überschüsse stellt ein zentrales Element jeder Unternehmensbewertung dar. Sie erfordert eine umfangreiche Informationsbeschaffung und darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen und ist durch Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich ihrer Angemessenheit und Widerspruchsfreiheit zu überprüfen.[s]	(47) Die ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse stellt das zentrale Problem jeder Unternehmensbewertung dar. Sie erfordert eine umfangreiche Informationsbeschaffung und darauf aufbauende vergangenheits-, stichtags und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen, die durch Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich ihrer Angemessenheit und Widerspruchsfreiheit zu überprüfen sind.

Planung beschreibt die menschliche Fähigkeit die gedankliche Vorwegnahme von Handlungsschritten, die zur Erreichung eines Zieles notwendig scheinen. Dabei entsteht ein Plan, gemeinhin als eine zeitlich geordnete Menge von Daten.[97]

Prognose ist die Beurteilung einer künftigen Entwicklung auf Grund kritischer Beurteilung des Gegenwärtigen.[98]

---

95 vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 35f

96 zur Vertiefung: Bachl (2011), S. 21ff, Neis / Leis: „Anforderungen an Unternehmensplanungen“, BP 2011, 12, Grbenic, St / Grbenic St.A „Die Stellung des Gutachters bei mangelhaften bis fehlenden Planungsrechnungen in Österreich“, BP 2011“, 16, BDU „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP)“, (http://www.bdu.de/bdu/anspruch/standards/unternehmensplanung.aspx), Kuhner „Prognosen in der Betriebswirtschaftslehre“, AG 2006, 713, Henselmann „Technik der Bereinigung von Sondereinflüssen“, BP 2005, 6

s sinngemäß

97 Wikipedia, abgefragt 22.7.2014

98 Dudenverlag: Fremdwörterbuch 1982, S. 625

4.4.1.2. Informationsbeschaffung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(52) Grundsätzlich sind alle Informationen zu erheben, die für die *Planung* der finanziellen Überschüsse des Unternehmens von Bedeutung sind. Dazu gehören in erster Linie zukunftsbezogene unternehmens- und marktorientierte Informationen. Unternehmensbezogene Informationen sind insbesondere interne Plandaten sowie Analysen der Stärken und Schwächen des Unternehmens und der von diesem angebotenen Leistungen. Marktbezogene Informationen sind unter anderem Daten über die Entwicklung der Branche, der Konkurrenzsituation und der bearbeiteten Absatzmärkte, aber auch langfristige gesamtwirtschaftliche sowie länder- und branchenspezifische Trendprognosen.[s]	(48) Grundsätzlich sind alle Informationen zu erheben, die für die ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse des Unternehmens von Bedeutung sind. Dazu gehören in erster Linie zukunftsbezogene unternehmens- und marktorientierte Informationen. Unternehmensbezogene Informationen sind insbesondere interne Plandaten sowie Analysen der Stärken und Schwächen des Unternehmens und der von diesem angebotenen Leistungen. Marktbezogene Informationen sind unter anderem Daten über die Entwicklung der Branche, der Konkurrenzsituation und der bearbeiteten Absatzmärkte, aber auch langfristige gesamtwirtschaftliche sowie länder- und branchenspezifische Trendprognosen.
(53) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als Orientierungsgrundlage für die *Planung* künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätskontrollen.[s]	(49) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als Orientierungsgrundlage für die ~~Prognose~~ künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätskontrollen.
(54) Der Wirtschaftstreuhänder hat die Vollständigkeit und die Verlässlichkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen.[w]	(50) Der Wirtschaftstreuhänder hat die Vollständigkeit und die Verlässlichkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen.

4.4.1.3. Vergangenheitsanalyse

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(55) Die Vergangenheitsanalyse soll auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, der Geldflussrechnungen sowie der internen Ergebnisrechnungen konkrete Anhaltspunkte für die *Planung* der Unternehmenserfolge liefern. *Die Vergangenheitsdaten sind dabei um einmalige, aperiodische und außerordentliche Faktoren zu bereinigen bzw zu normalisieren.*[99] 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.[s]	(51) Die Vergangenheitsanalyse soll auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, der Geldflussrechnungen sowie der internen Ergebnisrechnungen konkrete Anhaltspunkte für die ~~Prognose~~ der Unternehmenserfolge liefern. Erfolgsfaktoren der Vergangenheit sind insbesondere daraufhin zu analysieren, inwieweit sie auch künftig wirksam sein werden (~~vgl. die diesbezüglichen Ausführungen im Abschn. 8.5.4.2.~~) und ob sie das nicht betriebsnotwendige Vermögen betreffen.

[s] sinngemäß
[s] sinngemäß
[w] Wortwörtlich
[99] Good practice
[s] sinngemäß

(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).[w]	(52) Die unternehmensbezogenen Informationen sind um eine Analyse der Unternehmensumwelt in der (jüngeren) Vergangenheit zu ergänzen. Hiezu gehören die Entwicklung der Marktstellung des Unternehmens und sonstige Markt- und Umweltentwicklungen (z.B. Entwicklungen in politischer, rechtlicher, ökonomischer, technischer, ökologischer und sozialer Hinsicht).

4.4.1.4. Planung (Phasenmethode)[100]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(57) Die künftigen finanziellen Überschüsse können nominell oder real, *dh kaufkraftbereinigt*[101], geplant werden.[s] Der *Anwendung der* Nominalrechnung, *bei der nominell geplante finanzielle Überschüsse mit nominellen Diskontierungssätzen abgezinst werden,* wird in Theorie und Praxis der Vorzug gegeben.[103]	(74) Die künftigen finanziellen Überschüsse können nominell oder real geplant werden. ~~Bei korrekter Anwendung führen beide Vorgangsweisen zum selben Ergebnis.~~[102] Der Nominalrechnung wird in Theorie und Praxis der Vorzug gegeben.
(58) Die Unternehmensbewertung basiert grundsätzlich auf einer möglichst umfassenden *von der Unternehmensleitung* erstellten integrierten Planungsrechnung, die ihre Zusammenfassung in Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen findet. Die Planungsrechnung hat die prognostizierte leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung im Rahmen der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen zu reflektieren. Unter Berücksichtigung der beschafften Informationen und der Erkenntnisse aus der vergangenheits- und stichtagsorientierten Unternehmensanalyse sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse abzuleiten. Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.[s]	(53) Die Unternehmensbewertung basiert grundsätzlich auf einer möglichst umfassenden vom Management erstellten Planungsrechnung, die ihre Zusammenfassung in integrierten Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen findet. Die Planungsrechnung hat die prognostizierte leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung im Rahmen der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen zu reflektieren. Unter Berücksichtigung der beschafften Informationen und der Erkenntnisse aus der vergangenheits- und stichtagsorientierten Unternehmensanalyse sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse abzuleiten. Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.
(59) *Die finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens werden in der Regel in mehreren Phasen geplant (**Phasenmethode**).*	(54) ~~Da mit zunehmender Entfernung vom Bewertungsstichtag der Grad der Prognosesicherheit abnimmt, werden - bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des Unterneh-~~

[w] Wortwörtlich

[100] Vertiefungshinweise in den Unterkapiteln.

[101] Erläuterung

[s] sinngemäß

[102] Trotz Streichung keine Änderung.

[103] letzter Satz Verdeutlichung

[s] sinngemäß

			~~mens - die finanziellen Überschüsse in der Regel in mehreren Phasen geplant und prognostiziert (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.[s]		Die Phasen können in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des zu bewertenden Unternehmens unterschiedlich lang sein. In den meisten Fällen wird die Planung in zwei Phasen vorgenommen.
(60)	*Die Detailplanungsphase, für die* eine periodenspezifische *Planung* der finanziellen Überschüsse erfolgen kann, ist in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des Unternehmens häufig auf drei bis fünf Jahre begrenzt (*Phase I*).[s]	(55)	Der ~~Detailprognosezeitraum (nähere oder erste Phase bis zum Planungshorizont), für den~~ eine periodenspezifische ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse erfolgen kann, ist in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des Unternehmens in der Regel auf drei bis fünf Jahre begrenzt.
(61)	*Die Detailplanungsphase ist um eine **Grobplanungsphase** (Phase II) zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint. Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn Investitionszyklen noch nicht abgeschlossen sind; auch längerfristige Produktlebenszyklen, überdurchschnittliche Wachstumsraten, Steuer- oder andere Sondereffekte können eine Grobplanungsphase erfordern.*		~~Der Detailprognosezeitraum ist auszudehnen, wenn auf Grund von Investitionszyklen die vereinfachende Annahme, dass Abschreibungen und Investitionen einander entsprechen, nicht plausibel erscheint. Auch längerfristige Produktlebenszyklen können eine Verschiebung des Planungshorizonts erfordern.~~
(62)	*In der Regel kann sich die Planung der Grobplanungsphase auf die periodenspezifische Entwicklung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber konzentrieren.*		~~(76) In der Phase bis zum Planungshorizont können anhand von Detailplanungen Absatz- und Kostenentwicklungen sowie unterschiedliche Preisänderungen auf Beschaffungs- und Absatzmärkten rechnerisch in der Regel ohne große Probleme in den finanziellen Überschüssen ihren Niederschlag finden Nominalrechnung). Diese einzeln geplanten finanziellen Überschüsse sind mit einem nominellen Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu kapitalisieren.~~
(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 Über-schüssen unterstellt (***Rentenphase** bzw Phase III*).[s]	(56)	Für die Zeit nach dem Planungshorizont ~~(fernere oder zweite Phase)~~ können lediglich globale bzw. pauschale Annahmen getroffen werden. In der Regel wird eine Unternehmensentwicklung mit gleichbleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt, die den Periodenerfolgen entsprechen. Wegen des oft starken Gewichts der finanziellen Überschüsse in der zweiten Phase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen besondere Bedeutung zu.

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

	Quellen des Wachstums der finanziellen Überschüsse können neben Preissteigerungen auch Kapazitätsausweitungen sein.	
(64)	*Über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase sind unter Berücksichtigung der dafür relevanten Einflussfaktoren wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) geeignete Annahmen zu treffen. Dabei kann unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht (**Konvergenzannahme**). Ist davon abweichend zu erwarten, dass die Rendite langfristig über den Kapitalkosten liegen wird, sind die dafür maßgeblichen Gründe anzugeben. Generell ist in der Rentenphase auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten.*	~~(75) Die finanziellen Überschüsse werden u.a. durch Preisänderungen (welcher Art immer) beeinflusst. Ursachen für Veränderungen der nominellen finanziellen Überschüsse können neben Preisänderungen auch Mengen- und Strukturänderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) sein. Für die Schätzung des künftigen nominellen Wachstums kann daher die erwartete Geldentwertungsrate (die auch im landesüblichen risikolosen Zinssatz enthalten ist) nicht allein maßgebend sein.~~
(65)	*Wegen des oft starken Gewichts der Wertbeiträge der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen besondere Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang kann es zweck-mäßig sein, die integrierte Planungsrechnung über einen längeren Zeitraum fortzuschreiben, um die Auswirkungen insbesondere von Wachstums- und Thesaurierungsannahmen darzustellen und auf Konsistenz zu überprüfen.*	neu
(66)	*Die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse sollen Erwartungswerte repräsentieren. Die Erwartungswerte können auch aus Szenarien abgeleitet werden, denen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. Der wahrscheinlichste Wert (Modalwert) der künftigen finanziellen Überschüsse kann vom Erwartungswert abweichen.*	~~(57) Bei erheblicher Unsicherheit erscheint es empfehlenswert, mehrere mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintreffens gewichtete Ergebnisreihen darzustellen, aus denen Ergebnisbandbreiten abgeleitet werden.~~
(67)	*Bei der Ermittlung der Erwartungswerte ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen **Insolvenzrisiken** ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die ua aus Ratings abgeleitet werden können.*	neu

a) Kaufkraftänderung u. Planung[104] [105]

Bei Planung künftiger Überschüsse stellt sich die Frage wie Kaufkraftänderung zu berücksichtigen ist. Dabei wird zwischen Inflation (= Kaufkraftminderung, d.h. die Preise steigen) und Deflation (= Rückgang des Preisniveaus). Die Kaufkraftänderungen sind sowohl im Ertrag als auch bei den Alternativanlagen zu berücksichtigen, sie betrifft die Absatz- aber auch die Beschaffungsseite des Unternehmens. Das Unternehmen wird bestrebt sein, die Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite auf die Kunden überzuwälzen. Die Berücksichtigung hängt davon ab, inwieweit dies dem Unternehmen gelingt.

Nominal- und Realrechnung führen zum selben Ergebnis.

Erfahrungsgemäß sind die meisten Planungen sind Nominalrechnungen.

In der Detailplanungsphase wird die Kaufkraftänderung direkt in die Erträge/Aufwendungen einfließen. In der Ewigen Rente ist dies nicht möglich, weshalb die Inflation als Wachstum im Zinssatz berücksichtigt wird (inflationsbedingtes Wachstum)[106].

b) Planungsrechnung[107]

Eine Unternehmensbewertung wird nie besser sein, als die Planungsrechnung auf der sie beruht. Nur eine integrierte Planungsrechnung, in der Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen sich nicht widersprechen, hat eine über eine Schätzung hinausgehende Aussagekraft.

c) Mehrphasenmethode[108]

Da die Genauigkeit der Planung mit der Anzahl der Jahre abnimmt, werden Planungen i.d.R. in mehreren Phasen vorgenommen.

1. Detailplanungsphase (3-5 Jahre)
2. Grobplanungsphase (bis zum Erreichen des „eingeschwungenen Zustandes“)[109]
3. Ewige Rente (= Terminal Value, Phase III)[110]

d) Grobplanungsphase

„Häufig wird in der Praxis nach einer Detailplanungsphase von drei bis fünf Jahren eine ewige Rente auf Basis des letzten Jahres angehängt. Dabei findet man oft in der Detailplanungsphase ein Wachstum das über dem des Vergleichszeitraums liegt.“[111]

„Wenn das Unternehmen nach Ende der Detailplanungsphase noch nicht den Gleichgewichts- oder Beharrungszustand erreicht hat, ist gem. Rz. 61 des Fachgutachtens die Planung um eine Grobplanungsphase zu ergänzen. In dieser konzentriert sich die Planung auf die wesentlichen Werttreiber (z. B. Umsatz, WES) der Rest wird aus Kennzahlen abgeleitet. Die Anforderungen an die Widerspruchsfreiheit sind sicher geringer als in der Detailplanungsphase und werden sich am ehesten an der ewigen Rente orientieren. “[112]

---

[104] Zur Vertiefung: Nominalrechnung vgl. *Mandl / Rabel* (1997), S. 192ff, Realrechnung *Mandl / Rabel* (1997), S. 201ff

[105] Eine Vertiefungsunterlage ist in Vorbereitung

[106] Kritik und Lösung: *Rabel* (2014)

[107] Eine Vertiefungsunterlage soll noch erstellt werden., zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 21ff,

[108] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 21ff

[109] vgl. *Hager* (2014a), S. 1123

[110] vgl. *Rabel* (2014),

[111] *Hager* (2014a), S. 1123

[112] *Hager* (2014a), S. 1123

„Gründe für die Notwendigkeit einer Grobplanungsphase können z. B. sein:

- überdurchschnittliches Wachstum in der Detailplanungsphase,
- Investitionszyklen, Produktlebenszyklen,
- Steuereffekte (z. B. Verlustvorträge noch nicht ausgeglichen)“[113]

e) Konvergenz und Wachstum in der ewigen Rente[114]

Kein Unternehmen kann ewig über dem Branchendurchschnitt wachsen. Dies wird als Konvergenz bezeichnet. Es gibt kein Wachstum ohne Finanzierung, diese wird i.d.R. durch (teilweise) Thesaurierung erfolgen.

f) Thesaurierung und Wachstum

„In der Regel haben Unternehmen eine unbegrenzte Lebensdauer, d. h., nach der Detailplanungsphase und Grobplanungsphase (Phase II) ist noch eine Rentenphase (Phase III) anzuhängen. In der Vergangenheit wurden in der Praxis oftmals die Wachstumsraten der Detailplanungsphase unreflektiert in die Rentenphase übertragen, was zu berechtigter Kritik geführt hat. “[115]

„Das Wachstum wurde bisher durch einen Abschlag vom Diskontierungszinssatz berücksichtigt. Dabei wurde ein Wachstum ohne Thesaurierung unterstellt, und es ergaben sich stetig steigende Renditen. Da dies nicht der Realität entsprechen kann, wurde in Rz. 64 des Fachgutachtens eingefügt, dass in der Rentenphase auf die Konsistenz der Annahme zu Renditenerwartung, Wachstumsrate und Thesaurierung zu achten ist. “[116]

g) Konvergenz

„In den meisten Gutachten finden sich im Bereich der ewigen Rente hohe Renditen. Fraglich ist, ob langfristig nicht die Renditen den Kapitalkosten entsprechen. Nach der neoklassischen Theorie sind langfristig keine Überrenditen möglich. Nach dem industrieökonomischen Ansatz sehr wohl. Die Annäherung der Rendite an die Kapitalkosten wird als „Konvergenz“ bezeichnet. Die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen die Konvergenz wird von verschiedenen branchen- und unternehmensspezifischen Faktoren (z. B. Marketingintensität, Unternehmensgröße) beeinflusst. “[117]

„Die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenz) ist zu untersuchen. Laut Rz. 64 des Fachgutachtens ist davon auszugehen, dass langfristig die Rendite den Kapitalkosten entspricht. Davon abweichende Annahmen sind zu begründen. “[118]

h) Insolvenzrisiken[119]

Bei KMU ist das Risiko der Insolvenz des Bewertungsobjektes nicht zu unterschätzen.

4.4.1.5. Plausibilitätsbeurteilung der Planung[120]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(68) Die Planung der finanziellen Überschüsse ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen. Dabei ist zwischen der Beurteilung der formellen und der materiellen Plausibilität zu differenzieren.	(58) Die Planung ~~bzw. Prognose~~ der finanziellen Überschüsse ist auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen. ~~Zu beachten ist insbesondere, dass die einzelnen Erfolgsposten zueinander im Zeitablauf nachvollziehbar und die~~

[113] *Hager* (2014a), S. 1123f
[114] Vgl. Rz. 115, zur Vertiefung: *Rabel* (2014), *Knoll* (2014)
[115] *Hager* (2014a), S. 1124
[116] *Hager* (2014a), S. 1124
[117] *Hager* (2014a), S. 1124
[118] *Hager* (2014a), S. 1124
[119] vgl. *Hager* (2014a), S. 1126, *Gleißner* (2011)
[120] vgl. *Aschauer / Purtscher* (2013), *Pellet* (2014), *Bertl / Fattinger* (2010), *Pellet* (2014), eine Vertiefungsunterlage ist in Vorbereitung

		~~Finanzierungsannahmen zutreffend gewählt sind. Für die Beurteilung der Verlässlichkeit der Prognose der finanziellen Überschüsse kann auch ein Soll-1st-Vergleich von in der Vergangenheit vom Unternehmen erstellten Planungsrechnungen dienlich sein.~~
(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.*	neu
(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.*	neu
(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.*	neu
(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 55f). Der Wirtschaftstreuhänder hat zu analysieren, ob die Annahmen der Planung in Widerspruch zu den Ergebnissen der*	neu

	Vergangenheitsanalyse stehen.	
	*Für die Beurteilung der **Verlässlichkeit der Planung** der finanziellen Überschüsse kann auch ein Soll-Ist-Vergleich von in der Vergangenheit vom Unternehmen erstellten Planungsrechnungen dienlich sein.*	
(73)	*Die Einholung einer **Vollständigkeitserklärung** (vgl Rz 154) entbindet den Wirtschaftstreuhänder nicht davon, sich selbst ein Urteil über die Plausibilität der Planung der finanziellen Überschüsse zu bilden.*	neu

a) Planplausibilisierung

a1. Detailplanungsphase

„Viele Gutachten enthielten kaum Aussagen über die Plausibilität der Planungsannahmen. Das neue Fachgutachten widmet der Beurteilung der Planung erhöhte Aufmerksamkeit. Dabei wird zwischen formeller und materieller Plausibilität unterschieden.“[121]

a1.1. Formelle Plausibilität

„Die formelle Plausibilität befasst sich mit der Überprüfung der rechnerischen Richtigkeit der Planungsrechnung, der Widerspruchsfreiheit des Gesamtplans in sich und in Bezug auf die Detailpläne und das Entstehen des Plans. “[122]

a1.2. Materielle Plausibilität

„Bei der materiellen Plausibilität geht es um die Frage, ob die Planergebnisse plausibel sind. Dies erfolgt durch Überprüfung der wesentlichen Planungsannahmen auf Plausibilität, Schlüssigkeit und Widerspruchsfreiheit und Vollständigkeit der Konsequenzen. Hilfsmittel sind die Vergangenheitsanalyse sowie Branchen- und Marktuntersuchungen. “[123]

„Die Güte der früheren Planungen kann als Maßstab für die Qualität der aktuellen Planung herangezogen werden. Wenn also in früheren Jahren Pläne nicht eingehalten wurden, spricht das nicht für Planungsqualität. Dieses Pauschalurteil kann widerlegt werden. “[124]

a2. Plausibilisierung der ewigen Rente

„Da ein Gutteil des Unternehmenswerts aus der ewigen Rente stammt, kommt deren Plausibilisierung besondere Bedeutung zu. Laut Rz. 65 des Fachgutachtens sind insbesondere die Annahmen über Wachstum und Thesaurierung zu überprüfen. “[125]

b Berichterstattung

„Plausibilisierungsüberlegungen sind nachvollziehbar im Gutachten darzustellen.“[126]

---

121 vgl. *Hager* (2014a), S. 1124

122 vgl. *Hager* (2014a), S. 1124

123 vgl. *Hager* (2014a), S. 1125

124 vgl. *Hager* (2014a), S. 1125

125 vgl. *Hager* (2014a), S. 1125

126 vgl. *Hager* (2014a), S. 1125

c) Vollständigkeitserklärung

„Ein wichtiges Hilfsmittel für Gutachter und Gutachtensadressaten stellt m. E. das „Muster einer Vollständigkeitserklärung für Unternehmensbewertungen“ dar. “[127]

4.4.1.6. Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
*(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.*	neu
*(75) Stellt der Wirtschaftstreuhänder im Zuge der Beurteilung der **materiellen Plausibilität** (vgl Rz 71 f) **Mängel** fest, ist die Unternehmensleitung aufzufordern, die Planungs-rechnung anzupassen. Wenn die aufgezeigten Mängel dadurch nicht beseitigt werden können, sind vom Wirtschaftstreuhänder entsprechende Anpassungen vor-zunehmen. Die vom Wirtschaftstreuhänder vorgenommenen Anpassungen bzw eigenständig getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten explizit zu beschreiben.*	neu
*Der Wirtschaftstreuhänder hat auf die **Mangelhaftigkeit** der von der Unternehmensleitung erstellten Planungsrechnung und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Bewertungsergebnisses im Bewertungsgutachten **hinzuweisen**.*	
(76) Liegt eine **ausreichend dokumentierte Planungsrechnung nicht vor**, ist die Unternehmensleitung zu veranlassen, unter Zugrundelegung ihrer Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens eine Erfolgs-, Finanz- und *Bilanzplanung* zu erstellen. Dabei sind neben den verfügbaren externen Informationen (zB Branchenanalysen, Marktstudien) als weitere Grundlage für die Planung der Zukunfts-erträge die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungs-linien zu beachten *(siehe dazu Rz 55f).*[s]	(128) Liegt eine ausreichend dokumentierte Planungsrechnung nicht vor, ist die Unternehmensleitung zu veranlassen, unter Zugrundelegung ihrer Vorstellungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens eine Erfolgs- und Finanz~~prognose~~ zu erstellen. Dabei sind neben den verfügbaren externen Informationen (z.B. Branchenanalysen, Marktstudien) als weitere Grundlage für die ~~Prognose~~ der Zukunftserträge die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien zu berücksichtigen (vgl. dazu Abschn. 8.5.4.2.). ~~Im Zuge der Plausibilisierung durch den Wirtschaftstreuhänder sind gegebenenfalls ent-~~

[127] vgl. *Hager* (2014a), S. 1125

[s] sinngemäß

	~~sprechende Anpassungen vorzunehmen~~.
*(77) Sofern von der Unternehmensleitung eine für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignete **Unternehmensplanung nicht zu erhalten ist, kann der Wirtschaftstreuhänder** auf Basis der Vergangenheitsanalyse, der von ihm hierbei festgestellten Entwicklungslinien und der übrigen verfügbaren Informationen (siehe Rz 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. Es empfiehlt sich, eine **Szenarioanalyse** durchzuführen.*	neu
*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.*[128]	
(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.[w]	129) Unsicherheiten, die ausschließlich auf Mängel der oder das Fehlen einer Planungsrechnung zurückzuführen sind, dürfen bei der Bewertung weder durch Abschläge von den zu kapitalisierenden finanziellen Überschüssen noch durch Zuschläge zum Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.
	~~Der Wirtschaftstreuhänder hat auf das Fehlen oder die Mangelhaftigkeit der Planungsrechnung und die damit verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Ergebnisses im Bewertungsgutachten hinzuweisen~~.[~~129~~]

Das alte Fachgutachten ging davon aus, dass die Planung **ausschließlich** vom Unternehmen erstellt wird. Der Gutachter durfte diese keinesfalls erstellen. Dies hatte m.E. ausschließlich Haftungsgründe und fand auch keine Entsprechung im Fachgutachten IDW S1 (2008).[130]

KFS/BW 1 (2014) geht grundsätzlich von einer vom Management erstellten integrierten Planungsrechnung aus. Liegt diese vor kann der Gutachter diese erstellen, hat dann aber Berichtspflichten.[131]

Sofern durch die Qualität der Planungsunterlagen sich Unsicherheiten ergeben, dürfen diese nicht durch eine Verringerung des Gewinnes oder eine Erhöhung des Risikos führen. Diese Unsicherheiten sind ausschließlich verbal zu dokumentieren. ME sollte jedoch die Bandbreite jedoch angepasst werden, bzw. keine obere Bandbreite ausgewiesen werden.

---

[128] bisher bei folgender Rz. Hinweis auf Fehlen oder Mangelhaftigkeit der Planung

[w] Wortwörtlich

[129] siehe vorherige FN.

[130] Vgl. *Grbenic / Grbenic* (2011), zur Auswirkung auf die Beweiskraft des Gutachtens: *Hager* (2013), S. 358f

[131] vgl. *Hager* (2014a)

4.4.2. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts

4.4.2.1. Unternehmenskonzept[132]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[s]	(35) Es ist darauf zu achten, dass die Unternehmensplanungsrechnung mit den daraus resultierenden ~~Erfolgsprognosen~~ auf dem zum Bewertungsstichtag bestehenden Unternehmenskonzept aufbaut.
Dies bedeutet, dass Maßnahmen, die zu strukturellen Veränderungen des Unternehmens führen sollen, nur dann berücksichtigt werden dürfen, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits eingeleitet bzw hinreichend konkretisiert sind.	Dies bedeutet, dass Maßnahmen, die zu strukturellen Veränderungen des Unternehmens führen sollen, nur dann berücksichtigt werden dürfen, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits eingeleitet bzw. hinreichend konkretisiert sind.

4.4.2.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen[133]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(80) *In der Detailplanungsphase ist von der* Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die entsprechend der Planungsrechnung *weder für Investitionen noch für Fremdkapitaltilgungen benötigt werden* und unter Berücksichtigung **rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung** zur Verfügung stehen. *In der Grobplanungs- und Rentenphase ist auf die Konsistenz der Annahmen zu Rendite-erwartungen, Wachstum und Thesaurierung zu achten.*	(36) Es ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die entsprechend der Planungsrechnung unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
	(37) Unterscheidet die Planung zwei Phasen (vgl. Abschn. 4.3.4.), ist das Ausschüttungsverhalten in der ersten Phase (Detailprognosezeitraum) aus dem zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzept abzuleiten (Finanzplanung). ~~Im Rahmen der zweiten Phase wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das **Ausschüttungsverhalten** des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu jenem der Alternativanlage ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Beträge kann typisierend eine Veranlagung zum Kapitalisierungszinssatz vor Unternehmenssteuern angenommen werden. Dies lässt den Unternehmenswert unverändert (**kapitalwertneutrale Veranlagung**).~~

[132] Wollny (2010), S. 167

[s] sinngemäß

[133] Wollny (2010), S. 233

4.4.2.3. Managementfaktoren[134]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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).[w]	(38) 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 *Unternehmens*eigners (der *Unternehmens*eigner) begründeten Erfolgsbeiträge in Zukunft nicht realisiert werden können, sind sie bei der Planung der finanziellen Überschüsse außer Acht zu lassen. Ebenso sind Einflüsse aus einem Unternehmensverbund oder aus sonstigen Beziehungen personeller oder familiärer Art zwischen Management und dritten Unternehmen, die bei einem Eigentümerwechsel nicht mit übergehen würden, zu eliminieren.[s]	(39) Soweit bei personenbezogenen Unternehmen die in der Person des Eigners (der Eigner) begründeten Erfolgsbeiträge in Zukunft nicht realisiert werden können, sind sie bei der ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse außer Acht zu lassen. Ebenso sind Einflüsse aus einem Unternehmensverbund oder aus sonstigen Beziehungen personeller oder familiärer Art zwischen Management und dritten Unternehmen, die bei einem Eigentümerwechsel nicht mit übergehen würden, zu eliminieren.

4.4.2.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern[135]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(83) Bei der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind grundsätzlich sowohl die Ertragsteuern des Unternehmens als auch die aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner (persönliche Ertragsteuern) zu berücksichtigen.	~~(27) Im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts wird grundsätzlich auf die künftigen für das Bewertungssubjekt verfügbaren Überschüsse abgestellt. Bei deren Ermittlung sind daher sowohl die Ertragsteuern des Unternehmens als auch die auf Grund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Eigner (persönliche Ertragsteuern) zu berücksichtigen.~~
Welche Ertragsteuern im Rahmen der Planung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen sind, *richtet sich nach den* Verhältnissen zum Bewertungsstichtag, die sich aus der Rechtsform des Bewertungsobjekts in Verbindung mit der Rechtsform des Bewertungssubjekts ergeben. Rechtsformänderungen sind zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen *zum Bewertungsstichtag* zu erwarten sind, insbesondere wenn bereits Maßnahmen getroffen wurden, um diese Änderungen herbeizuführen.[136]	(40) Für die Beantwortung der Frage, welche Ertragsteuern im Rahmen der ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen sind, ist grundsätzlich auf die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag abzustellen, die sich aus der Rechtsform des Bewertungsobjekts in Verbindung mit der Rechtsform des Bewertungssubjekts ergeben. Rechtsformänderungen sind zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen sicher zu erwarten sind, insbesondere wenn bereits Maßnahmen getroffen worden sind, um diese Änderungen herbeizuführen.

---

134 Wollny (2010), S. 167

w Wortwörtlich

s sinngemäß

135 vgl. *Hager* (2014a), S. 1127

136 Sprachlich klarer, Bezug auf Stichtag

(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 Bewertungs-ergebnis 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.[s]	(80) Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften kann in der zweiten Phase unter der Annahme der Ausschüttungsäquivalenz zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und der Alternativanlage von der Wertneutralität der persönlichen Besteuerung ausgegangen werden. In der zweiten Phase kann daher die persönliche Besteuerung außer Ansatz gelassen werden d.h. Basis für die ~~Kapitalisierung~~ sind der ausschüttbare Gewinn (Jahresüberschuss) und die Alternativrendite vor persönlicher Einkommensteuer. Vereinfachend kann auch in der ersten Phase auf die Berücksichtigung der persönlichen Besteuerung verzichtet werden.
*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.*[137]	
	~~(28) Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften mindert die Körperschaftsteuer die finanziellen Überschüsse auf Unternehmensebene. Auf Ebene der Anteilseigner vermindert die Kapitalertragsteuer bzw. die halbe durchschnittliche Einkommensteuer für die in der Planung unterstellten Gewinnausschüttungen an natürliche Personen die Nettozuflüsse.~~ ~~(30) Die in die Bewertung einfließenden Unternehmens- und Alternativerträge müssen in Bezug auf die Berücksichtigung von Ertragsteuerwirkungen äquivalent sein. Daher sind die Ertragsteuerwirkungen sowohl bei den Nettozuflüssen an die Unternehmenseigner als auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.~~
(85) Bei der Bewertung von **Einzelunternehmen oder Personengesellschaften** aus dem Blickwinkel natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse grundsätzlich um die beim jeweiligen Bewertungssubjekt entstehende Ertragsteuerbelastung, die aus den steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen.	(81) Bei der Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften aus dem Blickwinkel natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse nach Einkommensteuer mit der Alternativrendite nach persönlichen Ertragsteuern zu kapitalisieren~~. Da das CAPM Renditen bzw. Risikozuschläge vor persönlicher Einkommensteuer liefert, müssen diese in Renditen bzw. Risikozuschläge nach persönlicher Einkommensteuer umgerechnet werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Dividenden~~

[s] sinngemäß

[137] Klarstellung

	~~der persönlichen Besteuerung unterliegen und die Kursgewinne in der Regel als steuerfrei angenommen werden können. Zu Rechtsformänderungen wird auf die Abschnitte 4.1.4. und 4.2.4. verwiesen.~~
(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.	neu

Bei den Ertragsteuern ist zwischen Unternehmenssteuern und persönlichen Ertragsteuern zu unterscheiden. Erstere ist immer zu berücksichtigen (d.h. Gewinn nach Steuer). Dabei ist zu beachten, dass das CAPM den Zinssatz nach Unternehmenssteuern ergibt (vgl. Rz. 109).

Im alten Fachgutachten bestand die Möglichkeit bei Kapitalgesellschaften die persönlichen Ertragsteuern außer Ansatz zu lassen.

Im KFS/BW 1 (2014) wurde die Möglichkeit geschaffen Einzelunternehmen und Personengesellschaften wie Kapitalgesellschaften zu bewerten (d.h. KSt/KESt-Abzug statt ESt).

In Rz. 84 wurde klargestellt, dass bei der Liquidationswertermittlung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen die persönliche Steuer abzuziehen ist. Dies gilt bei Liquidationswertermittlung m.E. generell.

4.4.2.5. Synergieeffekte[138]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.*	neu
*(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 nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination realisieren lassen (**nicht realisierte Synergieeffekte**).*	neu

[138] vgl. *Hager* (2014a), S. 1126f, *Wollny* (2010), S. 177ff

KFS/BW 1 (2006) enthielt zwar in Rz. 15 und 42 Aussagen über die Berücksichtigung von Synergien, erklärte jedoch nicht, was darunter zu verstehen sei. Die Praxis orientierte sich daher an den Begriffsbestimmungen des Fachgutachtens IDW S1 (2008), die zwischen echten und unechten Synergien unterscheiden. Das neue Fachgutachten enthält nun Aussagen zum Begriff und den Arten der Synergieeffekte. Wobei die Begriffspaare realisiert und nicht realisierte Synergien deckungsgleich mit unechten und echten Synergien sind.

		Berücksichtigung bei	
Synergieeffekte	**Regelung**	**obj. Wert**	**subj. Wert**
echte	Rz. 50 S1	nein	ja
unechte	Rz. 34 S1	ja	ja
nicht realisierte	Rz. 88 BW1	nein	ja
realisierte	Rz. 88 BW1	ja	ja

4.4.3. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts

4.4.3.1. Unternehmenskonzept[139]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(89) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (Entscheidungswerts) werden die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen durch individuelle auftragsbezogene Konzepte bzw Annahmen ersetzt. Daher können auch geplante, aber zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete oder noch nicht im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen strukturverändernder Art wie Erweiterungsinvestitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder berücksichtigt werden.	(42) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (Entscheidungswerts) ersetzt der Wirtschaftstreuhänder in der Beraterfunktion die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen durch individuelle auftragsbezogene Konzepte bzw. Annahmen. Daher sind auch geplante, aber zum Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete oder noch nicht im Unternehmenskonzept dokumentierte Maßnahmen strukturverändernder Art wie Erweiterungsinvestitionen, Desinvestitionen, Bereinigungen des Produktprogramms oder Veränderungen der strategischen Geschäftsfelder zu berücksichtigen. Synergieeffekte sind je nach der konkreten Situation des Bewertungssubjekts (Käufer bzw. Verkäufer) einzubeziehen.

4.4.3.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen[140]

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(90) Die Annahmen über die künftige Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik (Kapitalstruktur) sind auf Basis der Vorgaben bzw Vorstellungen des Bewertungssubjekts unter Beachtung rechtlicher Restriktionen (zB gesetzlicher oder vertraglicher Ausschüttungsbeschränkungen) zu treffen.[w]	(43) Die Annahmen über die künftige Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik (Kapitalstruktur) sind auf Basis der Vorgaben bzw. Vorstellungen des Bewertungssubjekts unter Beachtung rechtlicher Restriktionen (z.B. gesetzlicher oder vertraglicher Ausschüttungsbeschränkungen) zu treffen.

[139] Literatur siehe obj. Wert

[140] Literatur siehe obj. Wert

[w] Wortwörtlich

4.4.3.3. Managementfaktoren[141]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(91) Aus der Sicht eines Käufers sind jene finanziellen Überschüsse anzusetzen, die mit dem geplanten Management erwartet werden können (individuelle Managementfaktoren).[s]	(44) Aus der Sicht eines Käufers sind jene finanziellen Überschüsse anzusetzen, die mit dem geplanten Management erwartet werden können (individuelle Managementfaktoren), ~~wobei je nach Bewertungszweck unterschiedliche Planungsannahmen getroffen werden können.~~
(92) Die Preisuntergrenze eines potentiellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern zB auch persönliche Managementfaktoren.[w]	(45) Die Preisuntergrenze eines potenziellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern z.B. auch persönliche Managementfaktoren.

4.4.3.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern[142]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[s] *Vereinfachungen (siehe zB Rz 84 und 86) sind auftragsbezogen zulässig.*	(46) Die Ertragsteuerbelastung der finanziellen Überschüsse ist nach Maßgabe der Rechtsform des Bewertungsobjekts unter Berücksichtigung der individuellen steuerlichen Verhältnisse (z.B. Steuersätze, steuerliche Verlustvorträge) des Bewertungssubjekts zu ermitteln. Rechtsformänderungen sind auf Basis der Vorgaben bzw. Vorstellungen des Bewertungssubjekts zu berücksichtigen.

4.4.3.5. Synergieeffekte[143]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(94) Noch nicht realisierte Synergieeffekte (vgl Rz 88) können je nach der konkreten Situation des Bewertungssubjekts (Käufer bzw Verkäufer) einbezogen werden.[144]	*neu*

---

141 Literatur siehe obj. Wert

s sinngemäß

w Wortwörtlich

142 Literatur siehe obj. Wert

s sinngemäß

143 Literatur siehe obj. Wert

144 bisher Rz. 97

4.5. Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse

4.5.1. Grundlagen[145] [146]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(95) Der Unternehmenswert ergibt sich *bei Diskontierungsverfahren* grundsätzlich aus der Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahren entsprechenden Diskontierungssatzes (siehe dazu *Rz 31ff*).	(59) Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus der ~~Kapitalisierung~~ der künftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahren entsprechenden Kapitalisierungszinssatzes.
(96) Wenn die Planung der künftigen finanziellen Überschüsse auf nomineller Grundlage beruht, sind diese mit einem nominellen Diskontierungssatz zu diskontieren (***Nominalrechnung**, vgl Rz 57*). Die *nachfolgenden Aussagen beziehen sich auf die Ermittlung* nomineller Diskontierungssätze.	neu
(97) Bei **unbegrenzter Lebensdauer** entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Barwert der künftig den Unternehmenseignern für eine unbegrenzte Zeit zufließenden finanziellen Überschüsse.[w]	(60) Bei unbegrenzter Lebensdauer entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Barwert der künftig den Eignern für eine unbegrenzte Zeit zufließenden finanziellen Überschüsse.
(98) Ist eine **begrenzte Dauer des Unternehmens** zu unterstellen, ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der künftigen *finanziellen Überschüsse* bis zur Beendigung des Unternehmens zuzüglich des Barwerts der finanziellen Überschüsse aus der Beendigung des Unternehmens (zB der Liquidation).[s]	(61) Ist eine begrenzte Dauer des Unternehmens zu unterstellen, ergibt sich der Unternehmenswert als Summe der Barwerte der künftigen ~~Nettozuflüsse~~ bis zur Aufgabe des Unternehmens zuzüglich des Barwerts der ~~Nettozuflüsse~~ aus der Aufgabe des Unternehmens (z.B. der Liquidation).

Grundsätzlich geht man in der Unternehmensbewertung von einer **unbegrenzten Unternehmensdauer** aus. Ausnahmeweise kann es vorkommen, dass von einer nur begrenzten Unternehmensdauer auszugehen ist (z.B. konkrete Liquidationspläne liegen schon vor).[147] [148]

Bei einer Nominalrechnung sind die finanziellen überschüsse mit dem nominellen Zinssatz (= Basiszinssatz + Risikozuschlag)[149]. Für die Realrechnung empfiehlt Mandl / Rabel (1997), S. 196 die Ableitung des langfristigen Inflation aus der Renditestruktur quasisicherer Anleihen.

Im Bereich der ewigen Rente kann Inflation zu einem Wachstum führen, das unter Beachtung der Thesaurierungserfordernisse als Abzug vom Zinssatz berücksichtigt wird.[150]

---

[145] Zur Vertiefung Nominal-/Realrechnung Kap. 4.4.1.4.

[146] Zur Vertiefung Lebensdauer eines Unternehmens Mandl / Rabel (1997), S. 89ff, Bachl (2011), S. 22

[w] Wortwörtlich

[s] sinngemäß

[147] vgl. *Bachl* (2011), S. 22

[148] Zum Mobilitätszuschlag bei begrenzer Unternehmensdauer siehe Rz. 102

[149] vgl. *Mandl / Rabel* (1997), S. 195

[150] Zum Wachstum und Thesaurierung vgl. Rz. 63ff u. 115

4.5.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts

4.5.2.1. Berücksichtigung des Risikos[151]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.*	(62) Jede Investition in ein Unternehmen ist mit dem Risiko verbunden, dass künftige Erträge nicht im erwarteten Umfang anfallen. ~~Dieses Unternehmensrisiko umfasst grundsätzlich sowohl das aus der Investition in ein Unternehmen sich ergebende allgemeine Risiko, dem alle Unternehmen bzw. Unternehmen einer bestimmten Branche unterliegen und das seine Ursache in der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Lage bzw. der entsprechenden Branche (Konjunkturschwankungen) hat, als auch das sich aus der besonderen Situation des zu bewertenden Unternehmens ergebende spezielle (leistungs- und finanzwirtschaftliche) Risiko. Ein allfälliges Risiko, das sich aus einer im Vergleich zur Alternativanlage geringeren Mobilität der Veranlagung in das zu bewertende Unternehmen ergibt, ist nur dann zu berücksichtigen, wenn von einer begrenzten Behaltedauer auszugehen ist.~~[152]
(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.	(65) ~~Wegen der Problematik einer eindeutigen Abgrenzung zwischen dem unternehmensspeziellen und dem allgemeinen~~ Unternehmensrisiko ist das gesamte Unternehmensrisiko einheitlich entweder in Form der Sicherheitsäquivalenzmethode durch einen Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse oder durch einen Risikozuschlag zum risikolosen Zinssatz (Basiszinssatz) zu berücksichtigen. (66) National und international geht die Tendenz dahin, die Risikozuschlagsmethode anzuwenden. Im Folgenden wird daher von der Risikozuschlagsmethode ausgegangen.
*(101) Werden die Risikozuschläge aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, spricht man von marktorientierten Risikozuschlägen bzw Risikoprämien. Sie werden **in der Regel** auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermittelt.* *Risikoprämien nach dem CAPM enthalten nur eine Abgeltung für das systematische Risiko, weil unterstellt wird, dass das unsystematische Risiko durch vollständige Diversifikation des Investors eliminiert wird.*	(69) Für die konkrete Höhe des Risikozuschlags sind auf dem Markt beobachtete Risikoprämien geeignete Ausgangsgrößen, die den speziellen Gegebenheiten des Bewertungsobjekts und des Bewertungssubjekts anzupassen sind. ~~Eine Anpassung in der Vergangenheit beobachteter Risikoprämien hat zu erfolgen, wenn für die Zukunft Veränderungen erwartet werden.~~

[151] Vertiefungshinweise in den Unterkapiteln.

[152] nunmehr in Rz. 102 KFS/BW 1 (2014)

	~~(63) Zum allgemeinen Unternehmensrisiko gehören Unwägbarkeiten genereller Art wie nicht absehbare Entwicklungen aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens.~~
	~~(73) Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM bestimmt, repräsentiert der Kapitalisierungszinssatz die Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber).~~
	~~(64) Das spezielle Unternehmensrisiko ist das auf ein bestimmtes Unternehmen bezogene Risiko. Hiezu zählen etwa die Konkurrenzsituation, die Managementqualifikation, besondere Einkaufs- und Absatzverträge, der Stand der Produktinnovation, die Art der Unternehmensorganisation, die Finanzierungs- und Kapitalstrukturverhältnisse, die Flexibilität des Unternehmens, d.h. die Fähigkeit, sich geänderten Umwelteinflüssen mehr oder weniger rasch anzupassen, das Alter und die Eignung der Vermögensausstattung des Unternehmens, der Umfang und die Qualität der Forschungs- und Entwicklungstätigkeit, die Qualifikation der Mitarbeiter und die Wettbewerbssituation, der das Unternehmen ausgesetzt ist.~~
*(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 Behaltedauer auszugehen ist.*[153] [154]	

a) Risiko[155]

Das **Risiko** kann im Ertrag (= Sicherheitsäquivalenzmethode) oder beim Zinssatz (=Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden (Rz. 100). Der **Risikozuschlag** kann einerseits individuell, bzw. lt. Vorgabe des Auftraggebers (Rz. 50) oder andererseits kapitalmarktorientiert ermittelt werden. Ersteres ist nur beim Ertragswertverfahren zur Ermittlung eines subjektiven Wertes zulässig. Die **kapitalmarktorientierte Ermittlung** wird i.d.R. auf Basis CAPM vorgenommen. Die Anwendung anderer Methoden ist zu begründen (Rz. 112 iVm 111).

b) CAPM[156]

Das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** wird wegen seiner restriktiven (und daher unrealistischen) Annahmen[157] kritisiert, die Alternativen (Arbitrage Pricing Theorie (APT)[158] und Ansatz der

[153] bisher Rz 62 KFS/BW 1 (2006)

[154] zum Mobilitätszuschlag vgl. Kap. 4.5.2.2.f4

[155] Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 28ff, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 78ff, eine Unterlage ist in Vorbereitung

[156] Zur Vertiefung CAPM: *Bachl* (2011), S. 34f, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 139ff, eine Unterlage zur Zinszuschlagsmethode ist in Vorbereitung

[157] vgl. *Dörschell u.a.* (2012), S. 20

[158] vgl. *Dörschell u.a.* (2012), S. 38ff

zukunftsorientierten Schätzung von Eigenkapitalkosten (Implied Cost of Capital)[159])bringen keine Vorteile gegenüber dem CAPM[160], sie sind kritisch hinterfragen. Zu den Anpassungen siehe Kapitel. 5.2.2.

Generell sind bei Ermittlung der Kapitalkosten 2 Aspekte zu beachten:[161]

- Objektivierbarkeit:
  Der Ermessenspielraum ist offenzulegen
- Nachvollziehbarkeit
  die Ableitungsschritte sind zu dokumentieren.

c) Tax-CAPM[162]

Eine Erweiterung des CAPM stellt das **Tax-CAPM** dar, das für Diskontierungen nach persönlichen Steuern Anwendung findet.

Durch die Vereinfachung bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuer (Rz. 84ff) sollte das Tax-CAPM kaum zur Anwendung kommen.

Aschauer / Purtscher (2011), S. 156 empfehlen die Anwendung des deutschen Tax-CAPM.[163]

4.5.2.2. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber[164]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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*.[165]	(67) Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich ~~im Allgemeinen~~ aus einem Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammen.
	~~Weiters sind das erwartete Wachstum der finanziellen Überschüsse und Ertragsteuerwirkungen zu berücksichtigen. Zu Alternativen bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird auf Abschn. 6.2.3. verwiesen.~~
	~~(87) Als Kapitalisierungszinssatz ist die Rendite jener Alternativanlage heranzuziehen, die dem Zahlungsstrom des zu bewertenden Unternehmens hinsichtlich Laufzeit, Risiko und Verfügbarkeit äquivalent ist. Dabei ist typisierend auf Renditen von auf dem Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportefeuille) als Ausgangsgröße abzustellen. Dies gilt unabhängig von der Rechtsform des zu bewertenden Unternehmens, weil die Möglichkeit der Alternativanlage in Aktien grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht.~~
	~~(88) Unter der typisierenden Annahme einer~~

159 vgl. *Dörschell u.a.* (2012), S.41f

160 vgl. *Dörschell u.a.* (2012), S. 43f

161 vgl. *Dörschell u.a.* (2012), S. 44

162 zur Vertiefung: Aschauer / Purtscher (2011), S. 156f, *Dörschell u.a.* (2012), S.28ff, für Ö: *Sylle*: „Das österreichische TAX-CAPM unter Berücksichtigung des besonderen Steuersatzes auf Kursgewinne“, ÖStZ 2012/680

163 Zur Durchführung vgl. Dörschell ua (2012), S. 28ff; *Baetge u.a.* (2012), S. 361ff

164 Vertiefungshinweise in den Unterkapiteln.

165 Weg vom Wachstum

	~~Alternativanlage in ein Aktienportefeuille ist daher der Basiszinssatz (vgl. Abschn. 5.3.2.) um einen marktorientierten Risikozuschlag (vgl. Abschn. 5.3.3.) zu erhöhen und gegebenenfalls um einen Wachstumsabschlag (vgl. Abschn. 5.3.4.) zu vermindern. Zur Berücksichtigung von Ertragsteuerwirkungen wird auf Abschn. 5.3.5. verwiesen.~~
(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[166] abzuleiten.	(68) Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen. Der Basiszinssatz kann unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abgeleitet werden. ~~Alternativ kann die am Bewertungsstichtag bestehende **Effektivrendite einer Staatsanleihe** mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren herangezogen werden.~~
*(105) Zur Höhe der **Marktrisikoprämie** wird auf die einschlägigen **Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung** des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation verwiesen.*[167]	neu
*(106) Bei der Bewertung börsennotierter Unternehmen können **unternehmensindividuelle Beta-Faktoren** aus den Börsenkursen des zu bewertenden Unternehmens berechnet werden.* *Sie werden auch von Finanzdienstleistern erhoben bzw können einschlägigen Publikationen entnommen werden. Ist der unternehmensindividuelle Beta-Faktor nicht aussagekräftig, ist ein Beta-Faktor vergleichbarer Unternehmen heranzuziehen (**Peer Group-Beta**).*	~~(70) Marktorientierte Risikozuschläge können auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder auf Grund anderer kapitalmarktorientierter Methoden ermittelt werden. Auf Basis des CAPM ergibt sich der Risikozuschlag für das zu bewertende Unternehmen durch Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem unternehmensindividuellen BetaFaktor. Marktrisikoprämien und unternehmensindividuelle Beta-Faktoren werden von Finanzdienstleistern erhoben bzw. können einschlägigen Publikationen entnommen werden.~~
Bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen ist auf die Vergleichbarkeit des Geschäftsrisikos zu achten (vgl Rz 126).	
Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren für vergleichbare Unternehmen (Peer Group-Beta) oder für Branchen herangezogen werden.	Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren bzw. Risikoprämien für vergleichbare Unternehmen oder für Branchen herangezogen werden.
(107) **Risikoprämien nach dem CAPM** erfassen neben dem Geschäftsrisiko (Business Risk) auch das Kapitalstrukturrisiko (Financial Risk). Der Beta-Faktor für ein verschuldetes Unternehmen ist höher als jener für ein unverschuldetes Unternehmen, weil er auch das Kapitalstrukturrisiko berücksichtigt.	(71) Risikoprämien nach dem CAPM erfassen das Geschäftsrisiko (Business Risk) und das Kapitalstrukturrisiko (Financial Risk). Der Beta-Faktor für ein verschuldetes Unternehmen ist höher als jener für ein unverschuldetes Unternehmen, weil er auch das Kapitalstrukturrisiko berücksichtigt. Ver-

166 Ableitung aus Staatsanleihe gelöscht

167 bisher Empfehlung oder Damodaran

	Veränderungen in der Kapitalstruktur erfordern daher eine Anpassung der Risikoprämie.[s]		änderungen in der Kapitalstruktur erfordern daher eine Anpassung der Risikoprämie.
	Zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur wurden Anpassungsformeln entwickelt. Diese Anpassungsformeln erfassen teilweise auch das Beta des Fremdkapitals (Debt Beta). Die Berücksichtigung des Debt Betas ist erforderlich, wenn die zum Basiszinssatz laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten des Unternehmens wesentlich vom Basiszinssatz abweichen.		
(108)	Die Planung bzw Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung führt in der Regel dazu, dass sich die Kapitalstruktur in der Detailplanungsphase von Periode zu Periode verändert. Die daraus resultierende Veränderung des Kapitalstrukturrisikos erfordert eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten *(zu den Anpassungen der Eigenkapitalkosten bzw der Beta-Faktoren siehe Rz 107).*	(108)	Die Planung bzw. Vorgabe der Fremdkapitalbestände in der Finanzplanung führt in der Regel dazu, dass sich die Kapitalstruktur im Detailplanungszeitraum von Periode zu Periode verändert. Die daraus resultierende Veränderung des Kapitalstrukturrisikos erfordert grundsätzlich eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten.
	Verändert sich die Kapitalstruktur im Zeitablauf nur unwesentlich, kann auf eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten verzichtet werden.[s]		Verändert sich die Kapitalstruktur im Zeitablauf nur unwesentlich, kann auf eine periodenspezifische Anpassung der Eigenkapitalkosten verzichtet werden.
(109)	Die auf Basis des CAPM ermittelten Renditeforderungen bzw Risikozuschläge sind Renditeforderungen bzw Risikozuschläge nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern. Diese Renditeforderungen sind zur Diskontierung von finanziellen Überschüssen nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlichen Ertragsteuern heranzuziehen. Eine solche Vorgangsweise kommt zum Tragen, wenn bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften vereinfachend auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern verzichtet wird (vgl Rz 84).[168]	(41)	Soll der objektivierte Unternehmenswert einheitlich für mehrere Anteilseigner unabhängig von deren tatsächlicher Steuerbelastung gelten, ist von typisierten steuerlichen Verhältnissen auszugehen. Soweit bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften ~~in typisierender Betrachtung Ausschüttungsäquivalenz zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und der Alternativanlage~~ unterstellt wird, kann vereinfachend auf eine Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern auf Gewinnausschüttungen verzichtet werden. In diesem Fall hat die ~~Kapitalisierung~~ mit der Alternativrendite vor persönlicher Einkommensteuer zu erfolgen (vgl. Abschn. 5.3.5.).

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

[168] gestrichen Typisierung und Ausschüttungsäquivalenz

(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.	~~(78) Wie im Abschn. 3.6. ausgeführt, müssen die in die Bewertung einfließenden Unternehmens- und Alternativerträge in Bezug auf die Berücksichtigung von Ertragsteuerwirkungen äquivalent sein, sodass diese sowohl bei den Nettozuflüssen an die Unternehmenseigner als auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen sind.~~ ~~(79) Die auf Basis des CAPM ermittelten Renditen bzw. Risikozuschläge sind Renditen bzw. Risikozuschläge nach Körperschaftsteuer, jedoch vor persönlicher Einkommensteuer.~~
(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.[169]	~~(72) Die Angemessenheit der auf Basis des CAPM ermittelten Risikoprämie für das konkret zu bewertende Unternehmen ist vom Wirtschaftstreuhänder zu würdigen; allenfalls sind Anpassungen vorzunehmen.~~
(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.	neu

a) Kapitalmarktorientierte Ermittlung

Zur Risikobewältigung, individuellen bzw. kapitalmarktorientieren Ermittlung der Zinsen vgl. Kap. 4.5.1. Zum CAPM und ihren alternativen Berechnungen ebenfalls Kap. 4.5.1.

b) Basiszinssatz[170]

„Der Basiszinssatz ist gem. Rz. 104 des Fachgutachtens aus risikolosen Kapitalmarktanlagen unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten. Diese Berechnung erfolgt nach der Svensson- Formel. Die dazu erforderlichen Daten sind u. a. auf der Website der deutschen Bundesbank zu finden. Die Ergebnisse der (umfangreichen) Berechnung werden von der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung im Mitgliederbereich der KWT veröffentlicht.“[171]

„Nicht übernommen wurde die Möglichkeit, die am Bewertungsstichtag bestehende Effektivrendite einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von zehn bis 30 Jahren als alternative Berechnung heranzuziehen. Diese weisen nur geringe Abweichungen gegenüber der Berechnung auf. Da die Ableitung einen hohen

169 Neben CAPM sollen weitere Methoden zulässig werden, fraglich ist welche

170 Zur Vertiefung: Bachl (2011), S. 33ff, Aschauer / Purtscher (2011), S. 161ff, eine Unterlage zum Zinssatz ist in Vorbereitung

171 *Hager* (2014a), S. 1128

Aufwand mit sich bringt und der Mitgliederbereich der KWT nicht öffentlich zugänglich ist, wird eine Anwendung als Näherung m. E. nicht zu beanstanden sein.„[172]

c) Risikozuschlag[173]

„Die marktorientierten Risikozuschläge werden gem. Rz. 101 des Fachgutachtens in der Regel auf Grundlage des CAPM ermittelt. Der Risikozuschlag besteht im CAPM aus der Marktrisikoprämie multipliziert mit dem Betafaktor.“[174]

d) Marktrisikoprämie[175]

„Durch die Marktrisikoprämie wird das höhere Risiko des Marktportefeuilles abgegolten, das sich mit der Investition in risikobehaftete Anlagen gegenüber einer Veranlagung zum risikofreien Basiszinssatz ergibt.“[176]

„Zur Höhe der Marktrisikoprämie wird in Rz. 105 des Fachgutachtens auf die einschlägigen Empfehlungen der Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ verwiesen. Damit wird dieser der Vorzug vor anderen Quellen, z. B. Damodaran, gegeben, die bisher in der Praxis häufiger angewendet und zumindest als gleichwertig angesehen wurden.“ [177]

e) Beta-Faktor[178]

„Der Beta-Faktor drückt das Risiko eines speziellen Wertpapiers (Aktie) aus. Das Risiko umfasst positive wie negative Abweichungen.

Der Beta-Faktor kann ermittelt werden über:

- Börsenotierung des zu bewertenden Unternehmens (eigene Berechnung oder bei Finanzdienstleistern oder einschlägigen Publikationen);
- Vergleichsgruppen (mangels Zugang zu Daten wird man hier immer auf Finanzdienstleister oder einschlägige Publikationen zugreifen müssen);
- Branchen-Betas (nur bei nicht-börsenotierten Unternehmen).“ [179]

f) Sonstige Anpassungen[180]

„Laut Rz. 111 des Fachgutachtens ist das CAPM das vorrangig anzuwendende Kapitalkostenkonzept. Wenn konkrete Umstände des Bewertungsanlasses für eine alternative Bestimmung der Eigenkapitalkosten sprechen, können auch andere übliche und anerkannte Verfahren angewandt werden. Der Gutachter hat dies zu begründen, die Ermittlung nachvollziehbar abzuleiten und die maßgeblichen Annahmen darzustellen.“[181]

---

172 *Hager* (2014a), S. 1128

173 Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 38, eine Unterlage zum Zinssatz ist in Vorbereitung

174 *Hager* (2014a), S. 1128

175 Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 38f, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 172ff, eine Unterlage zum Zinssatz ist in Vorbereitung

176 *Hager* (2014a), S. 1129

177 *Hager* (2014a), S. 1129

178 Zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 39ff, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 177ff, eine Unterlage zum Zinssatz ist in Vorbereitung

179 *Hager* (2014a), S. 1129

180 Zur Vertiefung *Mandl* (2013), S. 176ff

181 *Hager* (2014a), S. 1130

„Welche anderen Verfahren könnten „üblich und anerkannt“ sein?

- Größenprämie (size premium),
- Länderrisikoprämie (country risk premium),
- build-up method,
- Anpassung wegen mangelnder Mobilität,
- Total-Beta.
- ratingbasierte Kapitalkostenmodelle.“ [182]

f1. Größenprämie (Size Premium)

„Empirische Untersuchungen auf dem amerikanischen Aktienmarkt zeigen, dass die realisierten Aktienrenditen mit abnehmenden Unternehmensgrößen steigen. Deshalb wird die Berücksichtigung einer Größenprämie gefordert. Entsprechend den Untersuchungsergebnissen am deutschen und österreichischen Aktienmarkt ist dies jedoch abzulehnen.[183]

f2. Länderrisikoprämie (Country Risk Premium)

„Diese von Damodaran empfohlene Adaptierung stößt in der Literatur auf Kritik und ist nicht zu empfehlen.[184]

f3. Build-up Method

Kapitalkosten werden modular aus Einzelkomponenten zusammengestellt:

Risikoloser Zins
\+ allgemeine Marktrisikoprämie
\+ größenbedingte Zuschläge
\+ Zuschläge für Branchenrisiko
\+ weitere Zuschläge für unsystematische Risiken
= Eigenkapitalkosten

Eine Methode, bei der die Bestimmung der Kapitalkosten wesentlich auf dem Ermessen des Bewerters beruht, scheidet insbesondere bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts aus.“[185]

f4. Anpassung wegen mangelnder Mobilität

„Gemäß Rz. 102 des Fachgutachtens ist ein Zuschlag für mangelnde Mobilität nur bei begrenzter Behaltedauer der Beteiligung zulässig.“ [186]

f5. Total-Beta

„Der Total-Beta-Ansatz geht von einem Investor ohne vollständige Diversifikation aus, und scheint damit speziell für KMU gut geeignet zu sein. Die Anwendbarkeit ist umstritten.“ [187]

4.5.3. Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts[188]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(113) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird der *Diskontierungssatz* durch die individuellen Verhältnisse bzw Vorgaben des jeweiligen Bewertungssubjekts bestimmt. Als *Diskontierungssatz* können individuelle Renditevorgaben, die Renditeerwartung der besten Alternative	(89) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts wird der ~~Kapitalisierungszinssatz~~ durch die individuellen Verhältnisse bzw. Vorgaben des jeweiligen Investors bestimmt. Als ~~Kapitalisierungszinssatz~~ können individuelle Renditevorgaben, die Renditeerwartung der besten Alternati-

[182] *Hager* (2014a), S. 1130
[183] *Hager* (2014a), S. 1130
[184] *Hager* (2014a), S. 1130
[185] *Hager* (2014a), S. 1131
[186] *Hager* (2014a), S. 1131
[187] *Hager* (2014a), S. 1131
[188] Literatur vgl. Kap. 4.5.2.

oder aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Renditen (siehe dazu *Rz 103 ff)* dienen.[s]	ve oder aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Renditen (z.B. über das GAPM) dienen. ~~Auch in diesem Fall ist das Erfordernis der Laufzeitäquivalenz zu beachten; gegebenenfalls ist ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.~~

4.5.4. Renditeforderung der Fremdkapitalgeber[189]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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).	neu

4.5.5. Wachstum in der Rentenphase[190]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.	(77) Kann im konkreten Bewertungsfall in der ~~Phase nach dem Planungshorizont~~ auf der Grundlage ~~einer eingehenden Analyse~~ ein nachhaltiges Wachstum angenommen werden, ist dies in dieser Phase durch einen entsprechenden ~~Wachstumsabschlag vom nominellen Kapitalisierungszinssatz~~ zu berücksichtigen. Die weitere Abzinsung auf den Bewertungsstichtag hat mit dem ~~nominellen Kapitalisierungszinssatz~~ zu erfolgen.

4.6. Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsverfahren[191]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(116) Bei der Anwendung der Diskontierungsverfahren sind geeignete Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (zB wertorientiert oder autonom, (vgl Rz 41f) sowie über den Risikogehalt der Steuerersparnisse aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten (Tax Shields) zu treffen. Diese Annahmen sind im Bewertungsgutachten anzugeben und zu begründen.	neu
(117) Bei identen Annahmen für die Bewertungsparameter, insbesondere betreffend die Fi-	neu

[s] sinngemäß

[189] Vgl. Rz. 107, zur Vertiefung: *Enzinger u.a.* (2014), S. 212ff.

[190] Vgl. Rz. 63ff, und die dort angeführte Literatur

[191] Zur Vertiefung: *Enzinger u.a.* (2014)

	nanzierung 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***[192] ***.***	

„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 (Konsistenz der Bewertungsergebnisse).“[193]

Welche formelmäßigen Anpassungen für die DCF-Verfahren notwendig sind, wurde von Enzinger / Kofler: „DCF-Verfahren: Anpassung der Beta-Faktoren zur Erzielung konsistenter Bewertungsergebnisse“ in RWZ 2011/16, 52 und Hölscher / Helms: „Konvergenz von APV- und WACC-Verfahren unter Auflösung des Zirkularitätsproblems“, in WiSt 2013, 231 und 286 ausführlich erläutert.

192 m.E. war der Entwurf KFS/BW 1 v. Entwurf vom 1.10. 2013 deutlicher: „Bei Anwendung des CAPM sind geeignete Formeln zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur zu verwenden, die eine Konsistenz der Bewertungsergebnisse sicherstellen.“

193 *Hager* (2014a), S. 1123

5. Plausibilitätsbeurteilung mit Multiplikatorverfahren[194]

5.1. Konzept

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.	neu

5.2. Auswahl der Bezugsgrößen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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*	neu
(120) Bei der Auswahl der Bezugsgrößen sind deren unterschiedliche Vor- und Nachteile sowie branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. Die parallele Anwendung mehrerer Bezugsgrößen wird empfohlen. *Auf die Konsistenz der Ermittlung der Bezugsgrößen für das Bewertungsobjekt und die Peer Group-Unternehmen (vgl Rz 126) ist zu achten.*	neu
(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*	neu
(122) Da der Wert eines Unternehmens entscheidend durch seine Fähigkeit bestimmt wird,	neu

[194] Zur Vertiefung: *Purtscher* (2010), eine Vertiefungsunterlage ist in Vorbereitung

	im operativen Geschäft Gewinne und Überrenditen über die Kapitalkosten[195] *zu erwirtschaften, wird für produzierende und dienstleistende Unternehmen die vorrangige Anwendung von Gesamtkapital-basierten Multiplikatoren, insbesondere mit den Bezugsgrößen EBIT und EBITDA, empfohlen.* *Bei Umsatzmultiplikatoren ist zu beachten, dass ihre Anwendung eine Umsatzrendite*[196] *des Bewertungsobjekts unter-stellt, die mit jener der Peer Group-Unternehmen vergleichbar ist.*	
(123)	*Die Bezugsgrößen können sich auf verschiedene **Zeiträume** beziehen. „Trailing Multiples" verwenden historische Daten, während bei „Forward Multiples" zukünftig erwartete Größen einbezogen werden.*	neu
(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.*	neu

5.3. Ermittlung und Anwendung der Multiplikatoren

KFS/BW 1 (2014)		**KFS/BW 1 (2006)**
(125)	*Der Multiplikator ergibt sich grundsätzlich als Quotient aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw dem Marktpreis des Gesamtkapitals eines vergleichbaren Unternehmens und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens.* *Diese Marktpreise werden aus der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (**Börsenmultiplikatoren**) oder aus Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen (**Transaktionsmultiplikatoren**) gewonnen.*	neu
(126)	*Zur **Ermittlung der Multiplikatoren** ist in einem ersten Schritt eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) zu identifizieren. Diese Unternehmen sollten in ihren wesentlichen Eigenschaften mit dem zu bewertenden Unternehmen übereinstimmen. Als Auswahlkriterien dienen häufig Branche bzw Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, geografische Abdeckung,*	neu

[195] Begriff erklärt

[196] Begriff mit Kennzahl umschrieben

	Profitabilität und Wachstum.	
(127)	*Die Anzahl der Multiplikatoren aus den vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) ergibt in der Regel eine Bandbreite, die zu einer Größe verdichtet werden kann. Dazu werden in der Regel das arithmetische Mittel oder der Median herangezogen. Zu beachten ist, dass das arithmetische Mittel stark von Ausreißern beeinflusst wird, sodass vor seiner Berechnung eine Bereinigung um diese Ausreißer vorgenommen werden sollte.*	neu
(128)	*Kann eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen nicht identifiziert werden, kann auf **Branchen-Multiplikatoren** abgestellt werden. Dabei ist zu beachten, dass diese Multiplikatoren bei Heterogenität der einbezogenen Unternehmen von nur geringer Aussagekraft sein können.*	neu
(129)	*Da die Anwendung von **Börsenmultiplikatoren** auf Marktpreisen für einzelne Aktien basiert, ist das Bewertungsergebnis als potentieller Marktpreis für einen fungiblen Minderheitsanteil am zu bewertenden Unternehmen zu interpretieren. Paketzuschläge oder Kontrollprämien sind darin nicht enthalten.*	neu
(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.*	neu
(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.*	neu

6. Liquidationswert[197]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[w]	(110) Übersteigt der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert, bildet der Liquidationswert die Untergrenze für den Unternehmenswert. Bestehen jedoch rechtliche oder tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung, ist abweichend davon auf den Fortführungswert abzustellen.
(133) Der Liquidationswert ergibt sich als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuer-wirkungen. *Die Abhängigkeit des Liquidationswerts von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit ist zu beachten.*	(111) 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.

„Sofern nicht rechtliche oder tatsächliche Gründe für eine Fortführung sprechen, stellt der Liquidationswert (und nicht der Buchwert) den Mindestwert der Bewertung dar. Die Höhe des Liquidationserlöses hängt von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit ab.[198]

[197] zur Vertiefung: *Bachl* (2011), S. 14, *Aschauer / Purtscher* (2011), S. 109f, Eine Unterlage ist in Vorbereitung

[w] Wortwörtlich

[198] *Hager* (2014a), S.

7. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen

7.1. Wachstumsunternehmen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(134) Wachstumsunternehmen sind Unternehmen mit erwarteten überdurchschnittlichen Wachstumsraten der Umsätze. Sie sind insbesondere durch Produktinnovationen gekennzeichnet, die mit hohen Investitionen und Vorleistungen in Entwicklung, Produktion und Absatz, begleitet von wachsendem Kapitalbedarf, verbunden sind. Vielfach befinden sich derartige Unternehmen erfolgsmäßig zum Zeitpunkt der Bewertung in einer Verlustphase, sodass eine Vergangenheitsanalyse für Plausibilitätsüberlegungen im Hinblick auf die künftige Entwicklung des Unternehmens in der Regel nicht geeignet ist.[w]	(115) Wachstumsunternehmen sind Unternehmen mit erwarteten überdurchschnittlichen Wachstumsraten der Umsätze. Sie sind insbesondere durch Produktinnovationen gekennzeichnet, die mit hohen Investitionen und Vorleistungen in Entwicklung, Produktion und Absatz, begleitet von wachsendem Kapitalbedarf, verbunden sind. Vielfach befinden sich derartige Unternehmen erfolgsmäßig zum Zeitpunkt der Bewertung in einer Verlustphase, sodass eine Vergangenheitsanalyse für Plausibilitätsüberlegungen im Hinblick auf die künftige Entwicklung des Unternehmens in der Regel nicht geeignet ist.
(135) Die *Planung* der finanziellen Überschüsse unterliegt in diesem Fall erheblichen Unsicherheiten, weshalb vor allem die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, das Marktvolumen, die Ressourcenverfügbarkeit, die wachstumsbedingten Anpassungsmaßnahmen der internen Organisation und die Finanzierbarkeit des Unternehmenswachstums analysiert werden müssen. Besonderes Augenmerk ist auf die Risikoeinschätzung zu legen.[s]	(116) Die ~~Prognose~~ der finanziellen Überschüsse unterliegt in diesem Fall erheblichen Unsicherheiten, weshalb vor allem die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, das Marktvolumen, die Ressourcenverfügbarkeit, die wachstumsbedingten Anpassungsmaßnahmen der internen Organisation und die Finanzierbarkeit des Unternehmenswachstums analysiert werden müssen. Besonderes Augenmerk ist auf die Risikoeinschätzung zu legen.
(136) Bei der *Planung* der finanziellen Überschüsse erscheint es sinnvoll, die Planung in mehreren Phasen (Anlaufphase, Phase mit überdurchschnittlichem Umsatz- und Ertragswachstum und Phase mit normalem Wachstum) vorzunehmen und Ergebnisbandbreiten abzuleiten *(vgl Rz 59ff).*[s] *Die Durchführung von Szenarioanalysen unter Berücksichtigung von* ***Insolvenzwahrscheinlichkeiten*** *wird empfohlen.*	(117) Bei der ~~Prognose~~ 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. Abschn. 4.3.4.).

7.2. Ertragsschwache Unternehmen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(137) Die Ertragsschwäche eines Unternehmens zeigt sich darin, dass seine Rentabilität nachhaltig geringer ist als die *Kapitalkosten*.[s]	(118) Die Ertragsschwäche eines Unternehmens zeigt sich darin, dass seine Rentabilität nachhaltig geringer ist als der ~~Kapitalisierungszinssatz~~.

[w] Wortwörtlich

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

[s] sinngemäß

(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 132f)*. Erweist sich die Fortführung des Unternehmens aufgrund der zur Verbesserung der Ertragskraft geplanten Maßnahmen als vorteilhaft, hat der Wirtschaftstreuhänder diese Maß-nahmen hinsichtlich ihrer Plausibilität und Realisierbarkeit kritisch zu beurteilen.[s]	(119) 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. Abschn. 6.5.). Erweist sich die Fortführung des Unternehmens auf Grund der zur Verbesserung der Ertragskraft geplanten Maßnahmen als vorteilhaft, hat der Wirtschaftstreuhänder diese Maßnahmen hinsichtlich ihrer Plausibilität und Realisierbarkeit kritisch zu beurteilen.

7.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(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).[w]	(120) 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).
(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.[w]	(121) 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 ein Rekonstruktionszeitwert, wobei zu berücksichtigen ist, ob die Leistungserstellung allenfalls mit einer effizienteren Substanz oder Struktur erreicht werden kann. Wegen der Dominanz des Leistungserstellungszwecks kommt bei unzureichender Ertragskraft eine Liquidation als Alternative zur Fortführung des Unternehmens nicht in Frage, es sei denn, die erforderliche Kostendeckung (einschließlich aller Zuschüsse) ist künftig nicht mehr gewährleistet.

7.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen

KFS/BW 1 (2014)	**KFS/BW 1 (2006)**
(141) Ergibt die Unternehmensplanung negative	(122) Ergibt die Unternehmensplanung negative

[s] sinngemäß

[w] Wortwörtlich

[w] Wortwörtlich

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.[w]	finanzielle Überschüsse, ist zunächst zu prüfen, inwieweit diese durch Fremdkapitalaufnahmen oder Gewinnthesaurierungen ausgeglichen werden können bzw. sollen. Sieht z.B. die Planung bei Kraftwerken, Abbau- oder Deponieunternehmen für die Nachsorgephase negative finanzielle Überschüsse vor, muss sie in der Regel dahingehend überarbeitet werden, dass dafür in der Aktivphase durch ausreichende Rückstellungsbildung und Einbehaltung finanzieller Mittel vorgesorgt wird.
(142) *Weist eine nach Rz 141 adaptierte Planungsrechnung* negative finanzielle Überschüsse aus, die durch *entsprechende Einzahlungen* der Unternehmenseigner zu *bedecken* sind, ist bei der Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte der Diskontierungssatz für diese Einzahlungen durch Vornahme eines Risikoabschlags vom Basiszinssatz zu ermitteln. Bezieht man jedoch den Kapitalmarkt in die Bewertung ein, wie es für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts vorgesehen ist *(vgl Rz 103ff)*, dann ist davon auszugehen, dass sowohl für positive als auch für negative finanzielle Überschüsse in der Regel ein marktorientierter Risikozuschlag zum Basiszinssatz anzusetzen ist.[s]	(123) Verbleiben auf Grundlage der Unternehmensplanung negative finanzielle Überschüsse, d.h. von den Unternehmenseignern sind Einzahlungen zu leisten, dann ist unter Zugrundelegung einer individuellen Bewertung bei der Abzinsung dieser Einzahlungen ein Risikoabschlag vom Basiszinssatz vorzunehmen. Bezieht man jedoch den Kapitalmarkt in die Bewertung ein, wie für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts vorgesehen (~~vgl. Abschn. 6.2.2~~.), dann ist davon auszugehen, dass sowohl für positive als auch für negative finanzielle Überschüsse in der Regel ein Risikozuschlag zum Basiszinssatz anzusetzen ist.

7.5. Kleine und mittlere Unternehmen[199]

7.5.1. Kennzeichen

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(143) Kennzeichen vieler kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sind insbesondere ein begrenzter Kreis von *Unternehmens*eignern, *Unternehmens*eigner mit geschäfts-führender Funktion, Mitarbeit von Familienmitgliedern des *Unternehmens*eigners (der *Unternehmens*eigner) im Unternehmen, keine eindeutige Abgrenzung zwischen Betriebs- und Privatvermögen, wenige Geschäftsbereiche, einfaches Rechnungs-wesen und einfache interne Kontrollen. Bei diesen Unternehmen resultieren daher Risiken insbesondere aus den unternehmerischen Fähigkeiten des *Unternehmens*eigners (der *Unternehmens*eigner), der Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden, einer fehlenden bzw nicht dokumentierten Unterneh-	(124) Kennzeichen vieler kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sind insbesondere ein begrenzter Eignerkreis, Eigner mit geschäftsführender Funktion, Mitarbeit von Familienmitgliedern des Eigners (der Eigner) 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 der unternehmerischen Fähigkeit des Eigners (der Eigner), der Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden, einer fehlenden bzw. nicht dokumentierten Unternehmensplanung, einer ungenügenden Eigenkapitalausstattung

[w] Wortwörtlich

[s] sinngemäß

[199] Zur Vertiefung: *Ihlau u.a.* (2013)

mensplanung, einer ungenügenden Eigenkapitalausstattung und eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten. Aufgrund dieser spezifischen Risikofaktoren hat der Wirtschaftstreuhänder besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die Bestimmung des Unternehmerlohns und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen zu richten.[s]	und eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten. Auf Grund dieser spezifischen Risikofaktoren hat der Wirtschaftstreuhänder besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjekts, die Bestimmung des Unternehmerlohns und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen zu richten.

7.5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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.[200]	(125) 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 z.B. 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 die zu bewertende Vermögensmasse einbezogen oder anderweitig (z.8. durch den Ansatz von Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen) berücksichtigt werden.
(145) Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind typisierende Annahmen über die künftige Innen- und Außenfinanzierung bzw Kapitalstruktur zu treffen, wenn dafür kein dokumentiertes Unternehmenskonzept vorliegt. Im Fall der Beibringung von Sicherheiten aus dem Privatbereich von Unternehmenseignern sind in der *Planung der finanziellen Überschüsse entweder* entsprechende **Aufwendungen für Avalprovisionen *oder Fremdkapitalzinsen***, *die ohne diese Sicherheiten anfallen würden,* anzusetzen.	(126) Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind typisierende Annahmen über die künftige Innen- und Außenfinanzierung bzw. Kapitalstruktur zu treffen, wenn dafür kein dokumentiertes Unternehmenskonzept vorliegt. Im Fall der Beibringung von Sicherheiten aus dem Privatbereich von Unternehmenseignern sind entsprechende Aufwendungen für Avalprovisionen anzusetzen.

7.5.3. Bestimmung des Unternehmerlohns

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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 Erfolgs-	(127) 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

[s] sinngemäß

[200] Verdeutlicht, dass nur betriebsnotwendiges Vermögen miteinbezogen werden kann. Leider keine klare Abgrenzung ob miteinbezogen oder Opportunitätskosten berücksichtigt wird.

faktoren durch einen angemessenen Unternehmerlohn berücksichtigt werden. *Die Höhe des Unternehmerlohns wird nach den Aufwendungen bestimmt, die für eine* ***Fremdgeschäftsführung*** *anfallen würden.*[201] Soweit *Familienangehörige* des *Unternehmenseigners* (der *Unternehmenseigner*) oder andere nahestehende Personen im Unternehmen unentgeltlich tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.	diese Erfolgsfaktoren durch einen angemessenen Unternehmerlohn berücksichtigt werden. Soweit Familienangehörige des ~~Eigners~~ (der ~~Eigner~~) im Unternehmen unentgeltlich tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.

7.5.4. Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(147) Bei der Bewertung von KMU ist im Vergleich zu großen Unternehmen die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationen stärker zu hinterfragen. Da Jahresabschlüsse dieser Unternehmen in der Regel nicht geprüft werden oder steuerlich ausgerichtet sind, muss sich der Wirtschaftstreuhänder im Rahmen der Feststellung der Ertragskraft durch eine Analyse der Vergangenheitsergebnisse von der Plausibilität der wesentlichen Basisdaten überzeugen. Dabei sind die Vergangenheitserfolge um außerordentliche Komponenten und einmalige Einflüsse, die sich künftig voraussichtlich nicht wiederholen werden, zu bereinigen. Zu beachten ist ferner, dass bei langen Investitionsintervallen die Gewinn- und Verlustrechnungen der nächstzurückliegenden Perioden die Ergebnisse möglicherweise nicht zutreffend widerspiegeln.[w]	(130) Bei der Bewertung von KMU ist im Vergleich zu großen Unternehmen die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationen stärker zu hinterfragen. Da Jahresabschlüsse dieser Unternehmen in der Regel nicht geprüft werden oder steuerlich ausgerichtet sind, muss sich der Wirtschaftstreuhänder im Rahmen der Feststellung der Ertragskraft durch eine Analyse der Vergangenheitsergebnisse von der Plausibilität der wesentlichen Basisdaten überzeugen. Dabei sind die Vergangenheitserfolge um außerordentliche Komponenten und einmalige Einflüsse, die sich künftig voraussichtlich nicht wiederholen werden, zu bereinigen. Zu beachten ist ferner, dass bei langen Investitionsintervallen die Gewinn- und Verlustrechnungen der nächstzurückliegenden Perioden die Ergebnisse möglicherweise nicht zutreffend widerspiegeln.
(148) Die bereinigten Vergangenheitserfolge sind weiters um die bei Durchführung der Unternehmensbewertung bereits eingetretenen oder erkennbaren Veränderungen der für die Vergangenheit wirksam gewesenen Erfolgsfaktoren zu berichtigen. Derartige Veränderungen liegen insbesondere vor, a) wenn sich das Leistungsprogramm oder die Kapazität des Unternehmens in der jüngeren Vergangenheit erheblich geändert hat oder solche Änderungen bereits in Durchführung oder beschlossen sind, b) wenn die Erfolge der Vergangenheit durch Strukturänderungen negativ beeinflusst waren, das Unternehmen in der Zwischenzeit aber an die geänderten strukturellen Gegebenheiten angepasst wurde, c) wenn in den Vergleichsjahren der Vergan-	(131) Die bereinigten Vergangenheitserfolge sind weiters um die bei Durchführung der Unternehmensbewertung bereits eingetretenen oder erkennbaren Veränderungen der für die Vergangenheit wirksam gewesenen Erfolgsfaktoren zu berichtigen. Derartige Veränderungen liegen insbesondere vor, - 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, - wenn die Erfolge der Vergangenheit durch Strukturänderungen negativ beeinflusst waren, das Unternehmen in der Zwischenzeit aber an die geänderten strukturellen Gegebenheiten angepasst wurde, - wenn in den Vergleichsjahren der Vergan-

[201] Klarstellung hinsichtlich Unternehmerlohn

[w] Wortwörtlich

	genheit außerordentlich günstige oder ungünstige Konjunkturverhältnisse vorlagen und künftig mit Änderungen der Konjunkturlage gerechnet werden muss,		genheit außerordentlich günstige oder ungünstige Konjunkturverhältnisse vorlagen und künftig mit Änderungen der Konjunkturlage gerechnet werden muss,
d)	wenn sich die Wettbewerbsverhältnisse auf den Beschaffungs- oder Absatz-märkten gegenüber den Vergleichsjahren wesentlich verändert haben,	-	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	-	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 erfolgbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.[w]	-	wenn in den Vergleichsjahren der Vergangenheit entweder besonders intensiv und mit konkreter Aussicht auf erfolgbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.

[w] Wortwörtlich

8. Bewertung von Unternehmensanteilen[202]

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(149) Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ergibt sich in der Regel aus der Multiplikation des objektivierten Gesamtwerts des Unternehmens mit dem jeweiligen Beteiligungsprozentsatz (indirekte Methode). Die Berücksichtigung **von Minderheitsab- oder -zuschlägen** ist unzulässig. Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.[w]	(132) Der objektivierte Wert eines Unternehmensanteils ergibt sich in der Regel aus der Multiplikation des objektivierten Gesamtwerts des Unternehmens mit dem jeweiligen Beteiligungsprozentsatz (indirekte Methode). Die Berücksichtigung von Minderheitsab- oder -zuschlägen ist unzulässig. Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (z.B. Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.
(150) Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu beurteilen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.[w]	(133) Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu prüfen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.
(151) Die Ermittlung eines subjektiven Anteilswerts erfolgt unter Berücksichtigung der spezifischen Möglichkeiten des (potentiellen) Anteilseigners zur Einflussnahme auf das Unternehmen durch Abstellen auf die für den konkreten Anteilseigner erwarteten Nettoeinnahmen (direkte Methode). Die Anwendung der indirekten Methode ist insoweit problematisch, als in diesem Fall in der Regel subjektive Zu- und Abschläge zum bzw vom quotalen Wert vorzunehmen sind.[w]	(134) Die Ermittlung eines subjektiven Anteilswerts erfolgt unter Berücksichtigung der spezifischen Möglichkeiten des (potenziellen) Anteilseigners zur Einflussnahme auf das Unternehmen durch Abstellen auf die für den konkreten Anteilseigner erwarteten Nettoeinnahmen (direkte Methode). Die Anwendung der indirekten Methode ist insoweit problematisch, als in diesem Fall in der Regel subjektive Zu- und Abschläge zum bzw. vom quotalen Wert vorzunehmen sind.

Die Werte von Unternehmensanteilen können direkt, d.h. auf Basis der anteiligen Zuflüsse an den Eigentümer oder indirekt, d.h. als Quotient des Gesamtunternehmenswertes, ermittelt werden.

[202] Zur Vertiefung: Bachl (2011), S. 63, Mandl / Rabel (1997), S. 242ff

[w] Wortwörtlich

[w] Wortwörtlich

[w] Wortwörtlich

9. Dokumentation und Berichterstattung[203]

9.1. Dokumentation des Auftrags

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(152) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der Wirtschaftstreuhänder einen schriftlichen Auftrag mit folgendem Mindestinhalt einholen: Auftraggeber, Auftragnehmer, Auftragsbedingungen, Bewertungsobjekt, *Bewertungssubjekt*, Bewertungsanlass, Bewertungszweck, Funktion des Wirtschaftstreuhänders, Bewertungsstichtag, eventuelle Weitergabebeschränkungen für das Bewertungsgutachten, Hinweis auf die Einholung einer Vollständigkeitserklärung vor Ausfertigung des Bewertungsgutachtens.	(135) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der Wirtschaftstreuhänder einen schriftlichen Auftrag mit folgendem Mindestinhalt einholen: Auftraggeber, Auftragnehmer, Auftragsbedingungen, Bewertungsobjekt, Bewertungsanlass, Bewertungszweck, Funktion des Wirtschaftstreuhänders, Bewertungsstichtag, eventuelle Weitergabebeschränkungen für das Bewertungsgutachten, Hinweis auf die Einholung einer Vollständigkeitserklärung vor Ausfertigung des Bewertungsgutachtens.

9.2. Arbeitspapiere

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(153) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die berufsüblichen Grundsätze in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden. Die Arbeitspapiere dienen einerseits der Dokumentation des Umfangs der geleisteten Arbeiten und sollen andererseits einem sachverständigen Dritten den Nachvollzug der Bewertungsschritte und des Bewertungsergebnisses ermöglichen.[w]	(136) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die berufsüblichen Grundsätze in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden. Die Arbeitspapiere dienen einerseits der Dokumentation des Umfangs der geleisteten Arbeiten und sollen andererseits einem sachverständigen Dritten den Nachvollzug der Bewertungsschritte und des Bewertungsergebnisses ermöglichen.

9.3. Vollständigkeitserklärung

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(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, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen.[s]	(137) Der Wirtschaftstreuhänder hat vom Unternehmen (Bewertungsobjekt) eine Vollständigkeitserklärung einzuholen. Darin ist auch zu erklären, dass die vorgelegten Plandaten den aktuellen Erwartungen der Unternehmensleitung entsprechen, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen.

---

[203] Zur Vertiefung: *Hager* (2013)

[w] Wortwörtlich

[s] sinngemäß

9.4. Bewertungsgutachten

KFS/BW 1 (2014)	KFS/BW 1 (2006)
(155) Das Bewertungsgutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:	(138) Das Bewertungsgutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:
a) Auftrag (siehe Rz 152),	- Auftrag (siehe Abschn. 10.1.),
b) Beschreibung des Bewertungsobjekts, insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht,	- Beschreibung des Bewertungsobjekts, insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht,
c) erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen,	- erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen,
d) Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,	- Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,
e) Planungsrechnungen,	- Planungs~~- und Prognose~~rechnungen, .
f) Plausibilitätsbeurteilung der Planung,	- Plausibilitätsbeurteilung der Planung,
g) angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,	- angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,
h) Bewertungsschritte,	- Bewertungsschritte und ~~Plausibilitätsbeurteilungen~~,
i) Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,	- Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,
j) Bewertungsergebnis,	- Bewertungsergebnis.
k) Plausibilitätsbeurteilung des Bewertungsergebnisses.	
(156) Sofern vertrauliche Unternehmensdaten zu schützen sind, kann die Berichterstattung dergestalt erfolgen, dass das Bewertungsgutachten nur eine verbale Darstellung einschließlich des Bewertungsergebnisses enthält und in einem getrennten Anhang die geheimhaltungsbedürftigen Daten angeführt werden.[w]	(139) 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.

[w] Wortwörtlich

Randziffernfinder

Der Aufsatz ist nach den Rz. des neuen Fachgutachten KFS/BW 1 (2014) gegliedert. Diese Tabelle hilft ausgehend von KFS/BW 1 (2006) die entsprechende Rz. in KFS/BW 1 (2014) zu finden.

von BW1 (2006)	auf BW1 (2014)
1	1
2	2
3	3
4	4
5	6
6	7
7	8
8	9
9	10
10	11
11	13
12	14
13	15
14	16
15	19
16	20
17	21
18	22
19	23
20	24
21	nicht übern
22	25
23	nicht übern
24	26
25	27
26	28
27	83
28	nicht übern
29	nicht übern
30	nicht übern
31	nicht übern
32	nicht übern
33	30
34	29
35	79
36	80
37	80
38	81
39	82
40	83
41	109
42	89
43	90
44	91
45	92
46	93
47	51
48	52
49	53
50	54

von BW1 (2006)	auf BW1 (2014)
51	55
52	56
53	58
54	59
55	60
55	61
56	63
57	66
58	68
59	95
60	97
61	98
62	99
62	102
65	100
66	100
67	103
68	104
69	101
70	106
71	107
72	111
74	57
75	64
76	62
77	115
78	110
79	110
80	84
81	85
82	33
83	32
84	32
85	31
86	48
87	nicht übern
88	nicht übern
89	50
89	113
90	34
91	35
92	38
93	39
94	40
95	36
96	37
97	nicht übern
98	nicht übern
99	nicht übern
100	nicht übern

von BW1 (2006)	auf BW1 (2014)
101	nicht übern
102	42
103	41
104	43
105	44
106	45
107	46
108	108
109	nicht übern
110	132
111	133
112	17
113	17
114	18
115	134
116	135
117	136
118	137
119	138
120	139
121	140
122	141
123	142
124	143
125	144
126	145
127	146
128	76
129	78
130	147
131	148
132	149
133	150
134	151
135	152
136	153
137	154
138	155
139	156

von ..... auf
BW1 (2006) .. BW1 (2014)
neu 5
neu 12
neu 47
neu 49
neu 64
neu 65
neu 67
neu 69
neu 70
neu 71
neu 72
neu 73
neu 73
neu 74
neu 75
neu 77
neu 86
neu 87
neu 88
neu 94
neu 96
neu 105
neu 112
neu 114
neu 116
neu 117
neu 118
neu 119
neu 120
neu 121
neu 122
neu 123
neu 124
neu 125
neu 126
neu 127
neu 128
neu 129
neu 130
neu 131

Literatur zur Änderung

- Aschauer/Purtscher: „Der Entwurf des neuen Fachgutachtens zur Unternehmensbewertung“ in Seicht (Hrsg.): „Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen“, Lexisnexis 2014, zitiert: *Aschauer/Purtscher* (2014);
- Aschauer / Purtscher: „Neue Regeln für die Unternehmensbewertung“, ecolex 2014, 791
- Hager: „Neufassung KFS/BW 1 Unternehmensbewertung vom 26.3.2014“, SWK 2014, S. 1121, zitiert: *Hager* (2014a);
- Kaden ua: „Wichtige Neuerungen im KFS/BW 1“, RWZ 2014/48, 57;
- Mandl: „Das Fachgutachten KFS BW1 aus 2014“, RWZ 2014/46;
- Mandl u.a.: „Zwischenstand zur Überarbeitung des Fachgutachtens KfS/BW1“ in iwp (Hrsg.) “Wirtschaftsprüfer-Jahrbuch 2013“, Linde 2013;
- Rabel: „Die Neufassung des österreichischen Fachgutachtens KFS/BW1“, BP 2014, 84, zitiert *Rabel* (2014a);

sonstige Literatur

- Aschauer: „Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss“, Linde, 2009; zitiert: *Aschauer (2009)*;
- Aschauer / Purtscher: „Plausibilisierung der Unternehmensplanung - Formelle Plausibilisierung“, BP 2013, 2, zitiert: *Aschauer / Purtscher* (2013);
- Aschauer u.a.: „ Beta-Faktoren für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen“, RZW 2014/53;
- Aschauer u.a.: „Eine Ableitung von Multiplikatoren aus vergangenen Transaktionen für die Plausibilitätsprüfung von Unternehmenswerten“, RWZ 2014/60;
- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, LexisNexis 2011; zitiert: *Bachl (2011)*;
- Baetge u.a.: „Darstellung der Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel“ in Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung; NWB Verlag 2012; zitiert: *Baetge u.a.* (2012)
- Baumüller/ Kroner: „Bestimmung impliziter Marktrisikoprämien für den österreichischen Kapitalmarkt“, RWZ 2014/52;
- Bertl / Fattinger: „Anforderungen an die Unternehmensplanung aus der Sicht der Unternehmensbewertung“ in Königsmaier (Hrsg): „Unternehmensbewertung - FS Mandl“, Linde 2010, zitiert: *Bertl / Fattinger* (2010);
- Dörschell u.a.: „Der Kapitalisierungszinsstz in der Unternehmensbewertung“, IDW 2012, zitiert: *Dörschell* u.a. (2012);
- Enzinger / Pellet: Kapitalkosten und Kostistenz der Bewertunsergebnisse“, Vortrag am Forum Unternehmensbewertung 2012, zitiert: *Enzinger / Pellet* (2013);
- Enzinger ua: „Debt Beta und Konsistenz der Bewertungsergebnisse“, RWZ 2014/49, zitiert: *Enzinger u.a.* (2014);
- Gleißner: „Der Einfluss der Einfluss der Insolvenzwahrscheinlichkeit auf den Unternehmenswert und die Eigenkapitalkosten“, CFB 2011, S. 243, zitiert: *Gleißner* (2011);
- Grbenic, St / Grbenic St.A: „Die Stellung des Gutachters bei mangelhaften bis fehlenden Planungsrechnungen in Österreich“, BP 2011, IV 16, zitiert *Grbenic / Grbenic* (2011);
- Grbenic / Zunk: „Transaktionsbezogene Kontrollprämien in Österreich“, RWZ 2014/51;
- Hager: Was ist bei Prüfung eines Unternehmensbewertungsgutachtens zu beachten?, RWZ 2013/91 zitiert: *Hager (2013)*;
- Hager: „Unternehmensbewertung im Steuerrecht - Teil 1: Verkehrswert“, RWZ 2014/47, zitiert: *Hager* (2014);
- Hachmeister u.a.: „Unendlichkeit als Problem der Unternehmensbewertung - eine empirische Analyse von Bewertungsgutachten“, DB 2014 S. 1209;
- Ihlau u.a.: „Besonderheiten bei der Bewertung von KMU“, Springer 2013; zitiert: *Ihlau u.a.* (2013);
- Knoll: „Ewige Rente und Wachstum - the Final Cut?“, RWZ 2014/59;

- Knoll/Tartler: „Alles hat ein Ende…“, CFB 2011, S. 409;
- Kruschwitz/Löffler: „Warum Total Beta ein Unsinn ist“, CF 2014, S. 263;
- Lobe/Hölzl: „Ewigkeit, Insolvenz und Unternehmensbewertung: Globale Evidenz“, CFB 2011, S. 252;
- Mandl: „Anpassungen der auf Basis des CAPM ermittelten Risikozuschläge nach KFS BW 1“ in Eberhartinger (Hrsg.): „Rechnungswesen - Wirtschaftsprüfung - Steuern - FS Bertl“, LexisNexis 2013, zitiert: *Mandl* (2013)
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997; zitiert: *Mandl / Rabel* (1997)
- Moxter: „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“, Gabler 1990 zitiert: *Moxter (1990)*
- Pellet: „Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung“, Vortrag Forum Unternehmensbewertung 2014, zitiert: *Pellet* (2014)
- Purtscher: „Vergleichsverfahren und ihre Einsatzmöglichkeit zur Bewertung von KMUs“, in Königsmaier ua: „Unternehmensbewertung - FS Mandl“, Linde, 2010; zitiert: *Purtscher* (2010)
- Rabel: „Der Terminal Value nach der Neufassung des Standards KFS BW1“, RWZ 2014/50, zitiert: *Rabel* (2014)
- Sylle: „Das österreichische TAX-CAPM unter Berücksichtigung des besonderen Steuersatzes auf Kursgewinne“, ÖStZ 2012/680, zitiert: *Sylle* (2012)
- Wollny: „Der objektivierte Unternehmenswert“, NBW 2010, zitiert: *Wollny (2010)*

Stichwortverzeichnis

Adjusted Present Value-Verfahren *Siehe* APV-Verfahren
Anteilsbewertung 67
  direkte Methode 67
  indirekte Methode 67
Anwendung Fachgutachten 5
APV-Verfahren 20, **26**
Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung 5, 50
Arbeitspapieren **68**
Auftrag **68**, 69
Ausschüttungsannahmen 40, 44
Ausschüttungssperre 40, 44
Basiszinssatz 49, **50**
Behaltedauer, begrenzte 48
Berater 14
Beta-Faktor 49, **50**
  Branchen 50
  Fremdkapital 51, 55
  Peer Group 50
  unternehmensindividueller 50
betriebsnotwendiges Vermögen *Siehe* Vermögen, betriebsnotwendiges
Bewertungsanlass **10**, 15, 68
Bewertungsergebnis 69
Bewertungsgutachten **69**
  CAPM, Abweichung vom 52
  Ergebnisplausibiliät 11
  Finanzierungspolitik 55
  Mängel Plausibiliät 38
  Planung Wirtschaftstreuhänder 39
  Tax-Shield 26, 55
Bewertungsmethode 69, *Siehe* Bewertungsverfahren
Bewertungsobjekt **7**, 68, 69
Bewertungsstichtag **15**, 44, 68
Bewertungssubjekt **7**, 68
Bewertungsverfahren **8**, 15
  Konsistenz 55
Bewertungszweck **10**, 68
  Maßgeblichkeit des **15**
Börsenkurs 11, 67
Bruttoverfahren **19**, 22
Business Risk *Siehe* Geschäftsrisiko
Capital Asset Pricing Model 47, **49**
  Vorrang 52
CAPM *Siehe* Capital Asset Pricing Model
Cash-Flows
  Ertragsteuer 21
DCF-Verfahren **21**, *Siehe* Discounted Cash-Flow-Verfahren
Debt Beta *Siehe* Beta-Faktor, Fremdkapital
Detailplanungsphase **32**, 40
Discounted Cash-Flow-Verfahren 8, 19
Diskontierung 15, **46**
Diskontierungssatz 39
  Ertragsteuer 21
  Ertragswertverfahren 28
Diskontierungsverfahren **8**, 10, **19**, 46, 55
Eigenkapitalkosten 22, 24, 47
  objektivierter Unternehmenswert 47
  subjektiver Unternehmenswert 54
Einmaleffekte 30
Einzelunternehmen
  Steuer 42
Entity-Ansatz 19
Entscheidungswert *Siehe* Unternehmenswert, subjektiver
Equity-Ansatz *Siehe* Equity-Verfahren
Equity-Verfahren 20, **27**
Erfolgsplanung 40
Ertragsteuer, persönliche
  CAPM 51
Ertragsteuer, persönliche 21, **41**, 45
  Einzelunternehmen 42
  Kapitalgesellschaft 42
  nicht betriebsnotwendiges Vermögen 42
  Personengesellschaften 42
Ertragsteuerwirkung
  transaktionsbedingte 17
Ertragswertverfahren 8, 19, 20, **28**
ewige Rente *Siehe* Rentenphase
Financial Risk *Siehe* Kapitalstrukturrisiko
finanzielle Überschüsse *Siehe* Überschüsse, finanzielle
Finanzierungsannahmen 40, 44
Finanzierungspolitik 22
  autonome 24, 55
  wertorientierte 25, 55
Finanzplanung 40
Flow to Equity **27**
Forward Multiples 58
Free Cash-Flow **22**
Fremdkapitalkosten 24
FTE-Verfahren *Siehe* Equity-Verfahren
Funktion, Gutachter **14**, 68
Geschäftsrisiko 50
Grobplanungsphase **32**, 40
Gutachter
  Funktion 14
  neutraler 14
Inflation 31
Informationsbeschaffung **30**
Insolvenzrisiko 33, 61
Kapitalgesellschaften
  Steuer **42**
Kapitalstruktur 55
Kapitalstrukturrisiko 50
  Anpassung 51
KESt *Siehe* Ertragsteuer, persönliche
KMU 59, **63**
  Unternehmenswert, objektiverter 11
  Unternehmenswert, subjektiver 13
Konsistenz der Annahmen 33, 40
Konsistenz der Bewertungsergebnise 55
Konvergenzannahme **33**
KSt *Siehe* Unternehmenssteuer
Laufzeitäquivalenz 50
Lebensdauer *Siehe* Unternehmensdauer

Liquidationswert 8, 46, **60**, 62
liquide Mittel 42
Managementfaktoren
  individuelle 45
  typisierte 41
Marktanalyse 31
Marktrisikoprämie 49, **50**
Marktwert
  Eigenkapital 57
  Gesamtkapital 57
Minderheitsabschlag 67
Minderheitszuschlag 67
Mobilitätsrisiko **48**
Multiplikator
  Börsen- 58
  Branchen- 59
Multiplikator
  Erfahrungssätze 8
Multiplikator
  Transaktions- 58
Multiplikator
  Ermittlung 58
Multiplikator
  Börsen- 59
Multiplikator
  Transaktions- 59
Multiplikator
  Erfahrungssätze 59
Multiplikatorverfahren 8, 11, 57
Nachvollziehbarkeit 68
Net Debt *Siehe* Nettofinanzverbindlichkeiten
Nettofinanzverbindlichkeit 57
Nettoverfahren **20**
nicht betriebsnotwendige Vermögen *Siehe* Vermögen, nicht betriebsnotwendiges
Nominalrechnung **31**
  Zins 46
Non-Profit-Unternehmen *Siehe* Unternehmen, bedarfswirtschaftlichem Leitstungsauftrag
objektivierten Unternehmenswert *Siehe* Unternehmenswert, objektivierter
Peer Group-Unternehmen 57, 58
Periodenbereinigung 30
Personengesellschaften
  Steuer 42
persönliche Ertragsteuer *Siehe* Ertragsteuer, persönliche
Phasenmethode **31**
Planung 15, **29**, 61
  fehlende 38
  Unternehmensleitung 39
  Verlässlichkeit 37
  Wirtschaftstreuhänder 39
Planungsrechnung 69
  integrierte 31
  integrierte 28
Planungsunterlagen
  Verlässlichkeit 30
  Vollständigkeit 30
Plausibilisierung
  Ergebnis 57
  Multiplikator 57
Plausibilität 13, **35**
  Ergebnis 11
  formelle 36
    Mangel 38
  Mängel 38
  materielle
    Mangel 38
  materielle 36
Plausibilitätsbeurteilung 69
Plausibilitätskontrolle 30
Prognose *Siehe* Planung
Rating 33
Realrechnung **31**
  Zinssatz 46
rechtliche Vorgaben *Siehe* Vorgaben, rechtliche
Rentenphase **32**, 40
Risiko 47
Risikoabschlag 63
Risikozuschlag 49
  individueller 54
  kapitalmarktorientierter 54
Risikozuschlagsmethode **47**
Schiedsgutachter 14
Schiedswert 10, **13**
Sicherheitsäquivalenzmethode **47**
Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen *Siehe* Tax-Shield
Stichtagsprinzip **15**
subjektiver Unternehmenswert *Siehe* Unternehmenswert, subjektiver
Substanzwert **16**
Synergieeffekt **43**
  nicht realisierter **43**, 45
  realisierter **43**
Szenarioanalyse 39, 61
Tax-CAPM 52
Tax-Shield 22, 26
  Wertbeitrag 26
Tax-Shield 24
Terminal Value *Siehe* Rentenphase
Thesaurierung 31, 40
Trailing Multiples 58
Transaktionskosten 17
Transaktionspreis 11
Überschüsse, finanzielle 15, 29, 31, 46
Umweltanalyse 31
Unterlagen 69
Unternehmen
  bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag **62**
  ertragsschwache **61**
  negative finanzielle Überschüsse **62**
  personenbezogenes 41
Unternehmensanteil *Siehe* Anteilsbewertung
Unternehmensbewertung *Siehe* Unternehmenswert
Unternehmensdauer
  begrenzte **46**, 48
  unbegrenzte 32, **46**
Unternehmenskonzept **40**, 44
Unternehmensplanung *Siehe* Planungsrechnung
Unternehmenssteuer 41
  CAPM 51
Unternehmenswert
  objektivierter 10, 17, 47
    KMU 11

Unternehmensanteil 67
subjektiver
KMU 13
subjektiver 10, **13**
subjektiver 17
subjektiver 28
subjektiver 44
subjektiver 54
subjektiver
Unternehmensanteil 67
Unternehmerlohn 65
Uunternehmen
Wachstums- 61
Vergangenheitsanalyse 30, **36**, 39, 69
Vergangenheitsdaten 65
Vermittler 14
Vermögen
betriebsnotwendiges **16**, 64
nicht betriebsnotwendiges 7, **16**, 69
Steuer 42
Vollständigkeitserklärung 37, 68
Vorgaben, rechtliche 11
Vorsichtsprinzip 17
WACC **24**
WACC-Verfahren 20, **24**
Wachstum 40, 49, 55
Wachstumsunternehmen *Siehe* Unternehmen, Wachstums-
Weighted Average Cost of Capital *Siehe* WACC
Weighted Average Cost of Capital-Verfahren *Siehe* WACC-Verfahren
Wirtschaftstreuhänder
Funktion 14
Zerschlagungsgeschwindigkeit 60
Zerschlagungsintensität 60
Zerschlagungskonzept 62
Zielkapitalstruktur 25
Zinssatz
risikoadäquater 26
Zinsstrukturkurve 50