

# Ing. Mag. Peter Hager: Discounted-Cash-Flow-Verfahren<sup>1</sup>

<b>Vorwort.....</b>	<b>2</b>
<b>1. Begriff und Bedeutung .....</b>	<b>3</b>
1.1. Begriff .....	3
1.2. Bedeutung .....	4
1.3. Äquivalenzprinzipien .....	4
1.4. Vor- und Nachteile .....	4
<b>2. Zukunftserfolg.....</b>	<b>5</b>
Vertiefung.....	5
2.1. Flow to Equity (FtE).....	6
2.2. Free-Cash-Flow (FCF).....	6
2.3. Total-Cash-Flow (TCF) .....	7
2.4. Exkurs Tax Shield.....	7
<b>3. Diskontierungszinssatz.....</b>	<b>7</b>
3.1. Unverschuldete Eigenkapitalkosten.....	8
3.2. Verschuldete Eigenkapitalkosten .....	9
3.3. Weighted Average Costs of Capital (WACC) (incl. Tax-Shield) .....	9
3.4. WACC (excl Tax-Shield).....	10
3.5. Exkurs Fremdkapitalzinssatz .....	10
<b>4. Die einzelnen Methoden .....</b>	<b>11</b>
4.1. Nettoverfahren.....	12
4.1.1. FTE-Verfahren .....	13
4.2. Bruttoverfahren.....	14
4.2.1. WACC-Verfahren .....	14
4.2.2. APV-Verfahren.....	15
4.2.3. TCF-Verfahren.....	16
<b>Literatur.....</b>	<b>17</b>
Fachgutachten .....	17
Empfehlungen / Hinweise.....	17
Bücher .....	17
Artikel.....	18
Unterlagen .....	18
Tabellen .....	19
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>19</b>

## Abbildung

Abbildung 1: Häufigkeit der Verfahren (DACH-Region)	4
Abbildung 2: Komponenten WACC	9
Abbildung 3: Basiszins, Fremdkapitalkosten und -zinsen	10
Abbildung 4: Übersicht Methoden	11
Abbildung 5: Synonyme Bezeichnungen der Bewertungsverfahren	11
Abbildung 6: Gegenüberstellung direkte und indirekte Wertermittlung	12

## Formel

Formel 1: Unverschuldete Eigenkapitalkosten	8
Formel 2: Verschuldete Eigenkapitalkosten	9
Formel 3: WACC (incl. Tax-Shield)	9

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

Formel 4: WACC (excl. Tax-Shield)	10
Formel 5: FTE-Verfahren	13
Formel 6: Unternehmenswert beim FTE-Verfahren	13
Formel 7: WACC-Verfahren	14
Formel 8: Unternehmenswert beim WACC-Verfahren	15
Formel 9: APV-Verfahren	16
Formel 10: Unternehmenswert beim APV-Verfahren	16
Formel 11: TCF-Verfahren	17
Formel 12: Unternehmenswert beim WACC-Verfahren	17

## Symbolverzeichnis

$\beta_u$	unlevered Beta
$\beta_v$	levered Beta
EK*	Marktwert des Eigenkapitals
FCF	Free-Cash-Flow
FK*	Marktwert des Fremdkapitals
FtE	Flow to Equity
GK*	Marktwert des Gesamtkapitals
GK <sub>u</sub>	Wert des unverschuldeten Betriebes
$i_r$	Zins, risikofrei (Basiszinssatz)
MRP	Marktrisikoprämie <sup>2</sup>
N <sub>0</sub>	Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
r(EK) <sub>u</sub>	Renditeforderung Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen
r(EK) <sub>v</sub>	Renditeforderung Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen
r(FK)	Renditeforderung Fremdkapitalgeber
r(WACC)	Gewogene Kapitalkosten (Weighted Average Costs of Capital WACC)
r(TCF)	WACC ohne Tax Shield
s <sub>u</sub>	Unternehmensteuer
t	Periode
TCF	Total-Cash-Flow
W <sub>TS</sub>	Barwert der Steuervorteile

## Vorwort

Die Wertermittlung mittels Discounted-Cash-Flow-Verfahren entspricht nicht nur dem aktuellen Stand der Wissenschaft und sind somit betriebswirtschaftlich anerkannte Methoden, sie sind auch in der Praxis die meist angewandten Verfahren.

Sie beruhen auf den künftigen Cash-Flows d.h. sie basieren auf Zahlungen und sind daher dem auf Gewinn- und Verlust geschulten Betriebsprüfer nicht so leicht verständlich. DCF-Verfahren stellen Gesamtbewertungsverfahren dar. Sie sind wie das Ertragswertverfahren<sup>3</sup> ein Diskontierungsverfahren, bei dem die künftigen finanziellen Überschüsse diskontiert werden. DCF-Verfahren erfordern eine integrierte Planung (d.h. Planbilanz, Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Finanzplan). Die unterschiedlichen DCF-Verfahren sollen dasselbe Ergebnis erbringen (Konsistenz der Bewertungsergebnisse). Für DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren gilt dies nur unter bestimmten Voraussetzungen.

---

<sup>2</sup> Ohne Index vor persönlicher Ertragsteuer.

<sup>3</sup> Zum Begriff vgl. *Unterlage (Methodenübersicht)*, S. 5 f.

# 1. Begriff und Bedeutung

## **Vertiefung**

### Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 34 ff; IDW S1 Rz. 101, 124 ff;

### Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 105 ff; Bachl (2018), S. 16 f; Drukarczyk / Schüler (2016), S. 81ff, 162 ff; Ernst u.a. (2018), S. 9 f, 28 ff, 302 ff; Fleischer / Hüttemann (2015), S. 252 ff; Ihlau / Duscha (2019), S. 54 ff; Kranebitter / Maier (2017), S. 37 ff; Mandl / Rabel (1997), S. 37 ff, 285 ff; Peemöller (2019), S. 68 ff, 409 ff; WPH-Edition (2018), Tz. A 136 ff;

### Artikel:

Hager (2014), S. 1122 f;

### Unterlage:

Methodenübersicht, S. 5 ff;

### Unterlage nn veröffentlicht:

Disk.verf, Kap. 1.2.C;

### Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [Discounted Cash-Flow-Verfahren](#); Wikipedia, Stichwort: [Discounted Cash-Flow](#);

## 1.1. Begriff

### **Discounted Cash-Flow-Verfahren:**

ermitteln den Unternehmenswert durch Diskontierung künftiger Cash-Flows mit einem Diskontierungszinssatz der kapitalmarktorientiert (meist CAPM = Capital Asset Pricing Model) ermittelt wurde.

Sie zählen zu den Diskontierungsverfahren und somit zu den Gesamtbewertungsverfahren.<sup>4</sup> Sie stellen betriebswirtschaftlich anerkannte Methoden dar.<sup>5</sup>

Die DCF-Verfahren beruhen auf investitionstheoretischen Überlegungen (Kapitalwertverfahren)<sup>6</sup>. Für die Anwendbarkeit der Diskontierungsverfahren ist die Beachtung der Äquivalenzprinzipien<sup>7</sup> Voraussetzung.

Die DCF-Verfahren sind die von der Wissenschaft bevorzugte Methoden. Sie ist jedoch schwerer zu verstehen und erfordert mehr Daten zur Berechnung, neben der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung muss noch die Planbilanz und einen Finanzplan erstellt werden. Sie kommen in der Praxis am häufigsten vor.<sup>8</sup>

Die Discounted-Cash-Flow-Verfahren lassen sich in zwei Gruppen Netto- und Bruttoverfahren zusammenfassen.

### Arten:<sup>9</sup>

- 1) Nettoverfahren
  - a) FTE-Verfahren
- 2) Bruttoverfahren
  - a) WACC-Verfahren
  - b) APV-Verfahren
  - c) TCF-Verfahren

<sup>4</sup> Zu beiden Begriffen vgl. *Unterlage (Methodenübersicht)*, S. 5.

<sup>5</sup> Zum Begriff vgl. vgl. *Unterlage (Methodenübersicht)*, S. 3.

<sup>6</sup> Zum Begriff vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Kapitalwertverfahren](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>7</sup> Zum Begriff vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*.

<sup>8</sup> Vgl. Kap. 1.2.

<sup>9</sup> Details vgl. Kap. 4.

Die einzelnen Methoden unterscheiden sich zum einen über die Art der Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapital (direkt = Nettoverfahren, indirekt = Bruttoverfahren) und zum anderen über die Berücksichtigung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung, dem Tax Shield (im Zins, dem Cash-Flow oder durch gesonderte Berechnung).

## 1.2. Bedeutung<sup>10</sup>

Die Häufigkeit der Anwendung der unterschiedlichen Methoden in der Bewertungspraxis ist immer wieder Gegenstand ausgedehnter Studien. Aus den Studien lässt sich erkennen, dass die Praxis mit Zeitverzögerung der Theorie folgt.

Abbildung 1: Häufigkeit der Verfahren (DACH-Region<sup>11</sup>)<sup>12</sup>

EW-Verfahren	23,48%
DCF-Verfahren	34,20%
Multiplikator-Verfahren	24,93%
Liquidationswert	5,22%
Reproduktionswert	5,80%
Mischverfahren	2,03%
sonst	4,34%
	100,00%

## 1.3. Äquivalenzprinzipien

### Äquivalenzprinzipien:

darunter versteht man jene Grundsätze die eingehalten werden müssen, damit das Bewertungsobjekt Unternehmen mit dem Vergleichsobjekt "sichere Anlage" verglichen werden kann.

Um einen Vergleich vornehmen zu können sind insbesondere folgende Äquivalenzprinzipien zu beachten:

- Laufzeitäquivalenz<sup>13</sup>
- Besteuerungsäquivalenz<sup>14</sup>
- Kaufkraftäquivalenz<sup>15</sup>
- Risikoäquivalenz<sup>16</sup>

## 1.4. Vor- und Nachteile

In der Fachliteratur werden folgende Vor- und Nachteile des DCF-Verfahren angeführt:

<sup>10</sup> Zur Vertiefung: Mandl / Rabel (1997), S. 59; Fischer-Winkelmann / Busch (2009); Henselmann / Barth (2009); Kahr (1999); Nadvornik / Sylle (2012); Spahlinger / Knoll (2023); Welfonder / Bensch (2017).

<sup>11</sup> Umfasst D-A-CH, zum Begriff vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [DACH-Region](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>12</sup> Vgl. Spahlinger / Knoll (2023), Tab. 6.

<sup>13</sup> Vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*, S. 2.

<sup>14</sup> Vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*, S. 3 f.

<sup>15</sup> Vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*, S. 4.

<sup>16</sup> Vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*, S. 5.

### **Vorteile allgemein<sup>17</sup>**

- Unternehmensbewertung stellt ab auf künftige Ertragskraft und Zahlungsflüsse des Unternehmens
  - Zukunftsaussichten des Unternehmens sind entscheidend für dessen Wert.
  - Unternehmerisches Handeln wird berücksichtigt.
- Cashflows spiegeln den Nutzen eines Unternehmens für die Kapitalgeber besser wider als Erträge und unterliegen darüber hinaus weniger den Einflüssen der Bilanzpolitik.

### **Nachteile**

- Für die Bewertung wird eine mehrjährige Unternehmensplanung (mit vollständiger GuV- und Bilanzplanung) benötigt
  - Hohe Komplexität.
  - Ergebnis mit Unsicherheit behaftet, Unternehmenswert ist stark abhängig von den Planannahmen.
- Großer Einfluss des Terminal Value und der diesbezüglich gemachten Annahmen (Wachstumsrate, normalisierte Höhe des Cashflow) auf den Unternehmenswert kann leicht zu Bewertungsfehlern führen.
- Vereinfachende Annahmen (Vollausschüttungshypothese, konstante Kapitalkosten) können- je nach Modell- zu gewissen (idR aber geringen) Ungenauigkeiten bei den berechneten Unternehmenswerten führen.

### **Vorteile bei Verwendung CAPM<sup>18</sup>**

- International übliche, sehr weit verbreitete Methode.
- Die Berechnung ist für jeden nachvollziehbar und damit „marktmäßig objektiviert“.

### **Nachteile**

- Das CAPM basiert auf sehr restriktiven Annahmen, die in der Realität nicht anzutreffen sind.
- Das unsystematische Risiko wird bei Verwendung des CAPM nicht berücksichtigt.
- Objektivität stößt an Grenzen, da Marktrisikoprämie vom Untersuchungszeitraum, Berechnungsmethode und gewählttem Markt abhängig ist.
- Geeignete Datenbasis ist nicht immer leicht zugänglich.

## **2. Zukunftserfolg**

### **Vertiefung**

Unterlage:

Geldfluss;

Unterlage nn veröffentlicht:

Cash-Flow;

nn veröffentlichte Tabelle:

Cash-Flow;

Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [Finanzieller Überschuss](#);

<b><u>Finanzieller Überschuss (Zukunftserfolg):</u></b>
---

ist jene Periodengröße, die auf den Bewertungsstichtag diskontiert wird.
--

Der finanzielle Überschuss stellt den Erwartungswert<sup>19</sup> dar. Er repräsentiert den in Zukunft erwarteten Nutzen. Aus theoretischer Sicht umfasst er sowohl finanzielle als auch nicht finanzielle Elemente.<sup>20</sup>

---

<sup>17</sup> Vgl. Ernst u.a. (2018), S. 303.

<sup>18</sup> Vgl. Ernst u.a. (2018), S. 303.

<sup>19</sup> Zum Begriff vgl. Unterlage (Unsicherheit), S. 2 f.

<sup>20</sup> Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 32.

Nichtfinanzielle Ertragskomponenten (zB Prestige, Macht, Selbständigkeit oder emotionale Bindung) werden aus Vereinfachungsgründen nicht in das Bewertungskalkül mit einbezogen.

**Äquidistanz**<sup>21</sup> bedeutet in der Unternehmensbewertung die vereinfachende Annahme, dass die unterjährig anfallenden Ein- und Auszahlungen auf einen einheitlichen Zeitpunkt bezogen werden.<sup>22</sup> Dieser Zeitpunkt ist im Geltungsbereich der Fachgutachten KFS BW 1 (2014) bzw. IDW S 1 (2008) das Jahresende. Im Bereich internationaler Bewertungen sind auch andere Zeitpunkte anerkannt. Z.B. Jahresmitte.

Die Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse sind für DCF- und Ertragswertverfahren gemeinsam in *KFS/BW 1 (2014)* Rz. 51 ff geregelt, dabei sind die Unterschiede zwischen objektivierten und subjektive Werte zu beachten.<sup>23</sup>

Bei den DCF-Verfahren werden **Cash-Flows**<sup>24</sup> als finanzieller Überschuss zugrunde gelegt.

Maßgebliche Größen:

- a) Flow to Equity (FTE)
- b) Free-Cash-Flow (FCF)
- c) Total-Cash-Flow (TCF)

## 2.1. Flow to Equity (FtE)<sup>25</sup>

**Flow to Equity (FTE):**

entspricht den im Rahmen der integrierten Unternehmensplanung ermittelten Zahlungsströmen zwischen dem Bewertungsobjekt und den Eigenkapitalgebern.<sup>26</sup>

Neben einer integrierten Planung ist eine Ausschüttungsplanung erforderlich.

☞ Formel bei *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 5.2.

Anwendung für:

- FTE-Verfahren.

## 2.2. Free-Cash-Flow (FCF)<sup>27</sup>

**Free-Cash-Flow (FCF):**

entspricht dem Cash-Flow, der für die Verteilung an Eigen- und Fremdkapitalgeber zur Verfügung steht.

Eine integrierte Planung ist erforderlich.

☞ Formel bei *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 3.2.

Anwendung für:

- WACC-Verfahren und
- APV-Verfahren, sowie
- Ausgangsbasis für
  - Flow to Equity und
  - Total-Cash-Flow.

<sup>21</sup> Wörtlich: „gleicher Abstand, Entfernung“, vgl. *Wiktionary*, Stichwort: [Äquidistanz](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>22</sup> Vgl. *Ballwieser (2011)*, S. 223.

<sup>23</sup> Zu den Begriffen vgl. *Unterlage (Grundbegriffe)*, S. 2 f, zu den Details vgl. *Unterlage (objektiviert-subjektiv)*, S. 2.

<sup>24</sup> Zum Begriff vgl. *Unterlagen (Geldfluss)*, S. 2 und *(Cash-Flow)*, Kap. 1.1.

<sup>25</sup> Zur Vertiefung: *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 5; *Tabelle (Cash-Flow, nn publiziert)*; *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Flow-to-Equity](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>26</sup> *KFS/BW 1 (2014)* Rz. 47.

<sup>27</sup> Zur Vertiefung: *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 3; *Tabelle (Cash-Flow, nn publiziert)*; *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Free-Cash-Flow](#), *Wikipedia*, Stichwort: [Cashflow](#), beide abgefragt 2.10.2025.

## 2.3. Total-Cash-Flow (TCF)<sup>28</sup>

### Total-Cash-Flow (TCF):

entspricht dem FCF zuzüglich des Tax-Shields.

Eine integrierte Planung ist erforderlich.

☞ Formel bei *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 4.2.

Anwendung für:

- TCF-Verfahren.

## 2.4. Exkurs Tax Shield<sup>29</sup>

### Steuervorteil der Fremdfinanzierung (Tax Shield):

ergibt sich aus der Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen von der Steuerbemessungsgrundlage und somit der Verminderung der Steuerbelastung.<sup>30</sup>

Der Begriff Tax Shield wird jedoch in der Literatur gelegentlich auch für den Barwert der Steuervorteile<sup>31</sup> verwendet.

Die steuerliche Abzugsfähigkeit widerspricht der Irrelevanzthese von Modigliani / Miller in seiner ursprünglichen Fassung.<sup>32</sup>

Die Bruttoverfahren berücksichtigen den Steuervorteil auf unterschiedliche Art und Weise:<sup>33</sup>

- a) APV-Verfahren: Der Barwert der Steuervorteile wird dem Wert des unverschuldeten Unternehmens hinzugerechnet.
- b) WACC-Verfahren: Bei Ermittlung des Cash-Flows wird von einer fiktiven Eigenfinanzierung ausgegangen, die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung wird im Zinssatz berücksichtigt.
- c) TCF-Verfahren: Der Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung wird bereits bei der Ermittlung der Cash-Flows berücksichtigt, so dass beim Kapitalisierungssatz diesbezüglich keine Korrektur erfolgen muss.

## 3. Diskontierungszinssatz

### **Vertiefung**

Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 95 ff; IDW S 1 (2008) Rz. 84 ff;

Unterlage:

Zins-kurz, S. 14 f;

Unterlage nn veröffentlicht:

Diskont-zins, Kap. 2;

Wichtig ist die Unterscheidung zwischen Zinssatz (einem Prozentsatz) und dem Zins (einem Betrag).

<sup>28</sup> Zur Vertiefung: *Unterlage (Cash-Flow, nn publiziert)*, Kap. 4; *Tabelle (Cash-Flow, nn publiziert)*; *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Total-Cash-Flow](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>29</sup> Zur Vertiefung: KFS/BW 1 (2014) Rz. 36; IDW S 1 (2008) Rz. 127; *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 111, 282 f; *Bachl (2018)*, S. 17, 67; *Fleischer / Hüttemann (2015)*, S. 256; *Ihlau / Duscha (2019)*, S. 46, 56 f, 88; *Mandl / Rabel (1997)*, S. 339, 365, 373 ff; *WPH-Edition (2018)*, Tz. A; 116 ff, 142 ff; *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Steuervorteil der Fremdfinanzierung](#); *Wikipedia*, Stichwort: [Tax Shield](#), beide abgefragt 2.10.2025.

<sup>30</sup> *Ihlau / Duscha (2019)*, 46.

<sup>31</sup> Zum Begriff vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Barwert der Steuervorteile](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>32</sup> *Aschauer / Purtscher (2023)*, 111.

<sup>33</sup> *Ihlau / Duscha (2019)*, 46.

### **Diskontierungszinssatz:**

ist jener Zinssatz der entsprechend der Bewertungsmethode und unter Berücksichtigung der Äquivalenzprinzipien die Zukunftserfolge im Bewertungsstichtag vergleichbar macht.

Durch die Diskontierung werden beim Kapitalwertverfahren<sup>34</sup> der Investitionsrechnung Geldflüsse unterschiedlicher Perioden vergleichbar. Sie werden dazu mit einer sicheren Investition<sup>35</sup> verglichen.

Die Risikoäquivalenz wird in der Praxis durch die Risikozuschlagsmethode<sup>36</sup> gewährleistet, dabei wird das erhöhte Risiko durch Zuschläge beim Zinssatz berücksichtigt.

Bei der objektivierten Unternehmensbewertung ist der Zinssatz **kapitalmarktorientiert** zu ermitteln.<sup>37</sup> Das wichtigste Modell ist das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**.<sup>38</sup>

Allgemein besteht der Diskontierungszinssatz aus dem Basiszinssatz<sup>39</sup> und dem Risikozuschlag<sup>40</sup>, letzterer setzt sich aus Marktrisikoprämie<sup>41</sup> und dem Beta-Faktor<sup>42</sup> zusammen.

Der methodenkonforme Diskontierungszinssatz ergibt sich aus Eigen- und Fremdkapital.

#### **Arten:**

1. unverschuldete Eigenkapitalkosten
2. verschuldete Eigenkapitalkosten
3. Weighted Average Costs of Capital (WACC) (incl. Tax-Shield)
4. WACC (excl. Tax-Shield)

### **3.1. Unverschuldete Eigenkapitalkosten**<sup>43</sup>

**Unverschuldete Eigenkapitalkosten** (richtig: Renditeforderung des unverschuldeten Unternehmens): sind jene Eigenkapitalkosten die ein Eigentümer eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens als risikoadäquat empfindet.

Formel 1: Unverschuldete Eigenkapitalkosten

$$r(EK)_u = i_r + \beta_u \cdot MRP$$

Entsprechend der allgemeinen Formel des CAPM<sup>44</sup> besteht die Eigenkapitalkosten aus dem Basiszinssatz und dem Risikozuschlag. Letzterer ergibt sich aus der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Beta-Faktor des unverschuldeten Eigenkapitals ( $\beta_u$ ).

#### **Bedeutung:**

a) APV-Verfahren

<sup>34</sup> Zum Begriff vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Kapitalwertverfahren](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>35</sup> Zum Begriff vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Basiszinssatz](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>36</sup> Vgl. *Unterlage (Unsicherheit)*, S. 5.

<sup>37</sup> *KFS/BW I (2014)* Rz. 101 iVm 113.

<sup>38</sup> Vgl. *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Capital Asset Pricing Model](#), abgefragt 2.10.2025.

<sup>39</sup> Details vgl. *Unterlage ((Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 4.

<sup>40</sup> Details vgl. *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 5.

<sup>41</sup> Details vgl. *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 6.

<sup>42</sup> Details vgl. *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 7.

<sup>43</sup> Zur Vertiefung: *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 2.1.B.

<sup>44</sup> Vgl. Formel in Kap. 3.1.B.a.



### 3.2. Verschuldete Eigenkapitalkosten<sup>45</sup>

**Verschuldete Eigenkapitalkosten** (richtig: Renditeforderung des verschuldeten Unternehmens, oft kurz **Eigenkapitalkosten**):  
sind jene Eigenkapitalkosten die ein Eigentümer bei der konkreten Verschuldung als risikokoadäquat empfindet.

#### Formel 2: Verschuldete Eigenkapitalkosten

$$r(EK)_v = i_r + \beta_v \cdot MRP$$

Entsprechend der allgemeinen Formel des CAPM bestehen die Eigenkapitalkosten aus dem Basiszinssatz und dem Risikozuschlag. Letzterer ergibt sich aus der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Beta-Faktor des verschuldeten Eigenkapitals ( $\beta_v$ ).

#### Bedeutung:

- a) Ertragswert–,
- b) FTE-Verfahren und
- c) Teil der Formel für den WACC.

### 3.3. Weighted Average Costs of Capital (WACC) (incl. Tax-Shield)<sup>46</sup>

**Weighted Average Cost of Capital, WACC (gewogene Kapitalkosten):**  
sind ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten. Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.<sup>47</sup>

#### Formel 3: WACC (incl. Tax-Shield)<sup>48</sup>

$$r(WACC) = r(EK)_v \frac{EK^*}{GK^*} + r(FK)(1 - s_u) \frac{FK^*}{GK^*}$$

#### Abbildung 2: Komponenten WACC

$r(WACC)$	$r(EK)_v \frac{EK^*}{GK^*}$		$r(FK)(1 - s_u) \frac{FK^*}{GK^*}$		
WACC	Eigenkapital		Fremdkapital		
	$r(EK)_v$	$\frac{EK^*}{GK^*}$	$r(FK)$	$(1 - s_u)$	$\frac{FK^*}{GK^*}$
	EK-Rendite	EK-Quote	FK-Rendite	Tax Shield	FK-Quote

In die Berechnung fließen die gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten ein.

Die **Gewichtung** von Eigen- und Fremdkapitalkosten erfolgt zu Marktwerten.<sup>49</sup> Dies führt zu einem Zirkularitätsproblem<sup>50</sup>. Das Ergebnis der Berechnung, der Marktwert des Eigenkapitals, ist Bestandteil der Formel.

<sup>45</sup> Zur Vertiefung:-Unterlagen (Zins-kurz), S. 15; (Diskont-Zins, nn publiziert), Kap. 2.1.A.

<sup>46</sup> Zur Vertiefung: Unterlagen (Diskont-Zins, nn publiziert), Kap. 2.1.C, (Zirkularität).

<sup>47</sup> Vgl. KFS/BW I (2014) Rz. 39.

<sup>48</sup> Ex Aschauer / Purtscher (2023), S. 120.

<sup>49</sup> Zum Marktwert des Eigenkapitals bzw. Fremdkapitals vgl. Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert).

<sup>50</sup> Zum Begriff vgl. Wikipedia, Stichwort: [Zirkularität](#), abgefragt 2.10.2025 und Unterlage (Zirkularität, nn publiziert).

Zur Lösung dieser Problematik bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten:<sup>51</sup>

- a) Festlegung einer Zielkapitalstruktur
- b) Lösung durch Iterationen<sup>52</sup>
- c) Roll-Back-Verfahren<sup>53</sup>.

Mandl / Rabel (1997), S. 322 präferieren die Festlegung einer (konstanten) Zielkapitalstruktur. Diese kann sich von der aktuellen Struktur unterscheiden (z.B. Branchenwerte). Dabei ist m.E. zu überprüfen, ob dies mit den ausschüttungsannahmen zusammenpasst.

Bedeutung:

- a) WACC-Verfahren

### 3.4. WACC (excl Tax-Shield)<sup>54</sup>

Das TCF-Verfahren unterscheidet sich um WACC-Verfahren durch die Berücksichtigung des Steuervorteil der Fremdfinanzierung im Cash-Flow.

Dementsprechend stellt sich der Zinssatz wie folgt dar:

Formel 4: WACC (excl. Tax-Shield)<sup>55</sup>

$$r(TCF) = r(EK) \frac{EK^*}{GK^*} + r(FK) \frac{FK^*}{GK^*}$$

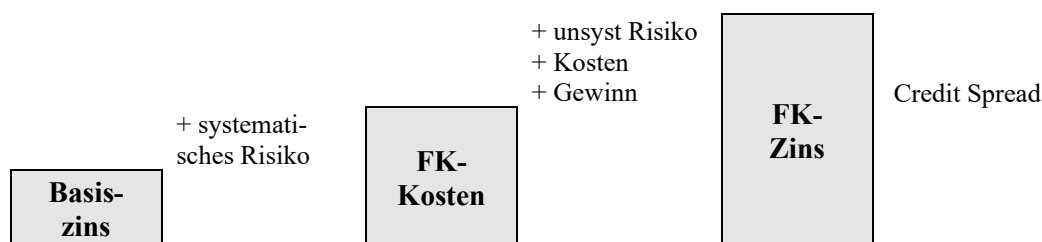
Bedeutung:

- a) TCF-Verfahren

### 3.5. Exkurs Fremdkapitalzinssatz<sup>56</sup>

Die Begriffe Fremdkapitalkosten und -zinsen werden häufig verwechselt.

Abbildung 3: Basiszins, Fremdkapitalkosten und -zinsen<sup>57</sup>



#### Fremdkapitalkosten:

stellen die Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber dar. Sie beinhalten den Basiszinssatz und einen Aufschlag für das übernommene systematische Risiko.<sup>58</sup>

Maßstab für das übernommene systematische Risiko stellt das Fremdkapital-Betafaktor (Debt Beta  $\beta_f$ )<sup>59</sup> dar. Betreffend der Berücksichtigung ist die Empfehlung *KFS/BW1 E3 (2021)* zu beachten.

<sup>51</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 322.

<sup>52</sup> Vorgehensweise vgl. *Unterlage (Zirkularität, nn publiziert)*, Kap. 2.

<sup>53</sup> Vorgehensweise vgl. *Enzinger / Kofler (2011)*.

<sup>54</sup> Zur Vertiefung: *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 2.1.D.

<sup>55</sup> Eigene Darstellung auf Basis Mandl / Rabel (1997), S. 365.

<sup>56</sup> Zur Vertiefung: *IDW S 1 (2008)* Rz. 134; *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263 f; *Bachl (2018)*, S. 54; *Mandl / Rabel (1997)*, S. 326 ff; *Unterlage (Diskont.Zins, nn publiziert)*, Kap. 3; Tabelle (FK-Zins).

<sup>57</sup> Aus *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263.

<sup>58</sup> Vgl. *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263 f.

<sup>59</sup> Details vgl. *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*, Kap. 7.3.D.

### **Fremdkapitalzinsen:**

sind die vom Schuldner zu bezahlenden Zinsen. Sie beinhalten neben den Fremdkapitalkosten noch einen Aufschlag für das unsystematische Risiko und den Gewinn.<sup>60</sup>

Während die Fremdkapitalkosten für die Diskontierung zu berücksichtigen sind, werden die Fremdkapitalzinsen im Cash-Flow berücksichtigt.

### **Credit Spread:**

stellt die Differenz zwischen Fremdkapitalzinsen und Basiszinssatz dar.

In der Praxis ist die theoretisch geforderte Differenzierung zwischen Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalzinsen d.h. die Aufspaltung des Credit Spreads in systematische und andere Bestandteile i.d.R. nicht trennscharf möglich und auch nicht unbedingt notwendig.<sup>61</sup>

## **4. Die einzelnen Methoden**

### **Methoden:**

- 1) Nettoverfahren:
  - a) FTE-Verfahren;
- 2) Bruttoverfahren:
  - a) WACC-Verfahren,
  - b) APV-Verfahren und
  - c) TCF-Verfahren

Die Methoden unterscheiden sich hinsichtlich des Cash-Flows und des Diskontierungszinssatzes sowie des Bewertungsergebnisses.

Abbildung 4: Übersicht Methoden<sup>62</sup>

	Variable		
	Cash-Flow	Diskontierungszins	Bewertungsergebnis
<b>FTE-Verfahren</b>	FtE	EK-Zins (versch)	Marktwert EK
<b>WACC-Verfahren</b>	FCF	WACC (mit Tax)	Marktwert GK
<b>APV-Verfahren</b>	FCF Tax Shield	EK-Zins (unversch) FK-Zins	Wert reine Eigenfinanz Barwert Tax Shield Marktwert GK
<b>TCF-Verfahren</b>	TCF	WACC (ohne Tax)	Marktwert GK

Verwirrend ist die Vielzahl der Synonyme.

Abbildung 5: Synonyme Bezeichnungen der Bewertungsverfahren

Bezeichnung in KFS/BW 1 (2014)	Synonym	mein Vorschlag
Equity-Ansatz <sup>63</sup>	DCF-Methode mittels Equity-Ansatzes <sup>64</sup> Equity-Approach <sup>65</sup> FTE-Verfahren <sup>66</sup>	FTE-Verfahren

<sup>60</sup> Vgl. Aschauer / Purtscher (2023), S. 263 f.

<sup>61</sup> Vgl. Aschauer / Purtscher (2023), S. 264.

<sup>62</sup> Eigene Abbildung auf Basis Ihlau / Duscha (2019), S. 46.

<sup>63</sup> Drukarczyk / Schüler (2016), S. 221; Ernst u.a. (2018), S. 30; Kranebitter / Maier (2017), S. 46.

<sup>64</sup> Bachl (2018), S. 61.

<sup>65</sup> Aschauer / Purtscher (2023), S. 124; Mandl / Rabel (1997), S. 40.

<sup>66</sup> Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 187.

	Nettoverfahren <sup>67</sup>	
WACC-Verfahren <sup>68</sup>	Bruttoverfahren <sup>69</sup> DCF-Methode mittels Entity-Ansatzes <sup>70</sup> Entity-Approach <sup>71</sup> Entity-Ansatz <sup>72</sup> Free-Cash-Flow-Verfahren <sup>73</sup> WACC-Ansatz <sup>74</sup>	WACC-Verfahren
APV-Verfahren <sup>75</sup>	APV-Ansatz <sup>76</sup>	APV-Verfahren
nicht in KFS/BW I (2014)	Bruttoverfahren auf Basis von TCF <sup>77</sup> TCF-Ansatz <sup>78</sup> TCF-Verfahren <sup>79</sup>	TCF-Verfahren

Die einzelnen DCF-Verfahren können grundsätzlich durch analytische Umformungen alle ineinander überführt werden. In der Literatur wird oftmals darauf hingewiesen, dass die Varianten der DCF-Verfahren bei gleichen Annahmen zu einem gleichen Ergebnis führen (Konsistenz der Bewertungsergebnisse<sup>80</sup>). Die verschiedenen Verfahren haben jedoch für ihre eigenständige Anwendbarkeit unterschiedliche Anforderungen an die Finanzierungspolitik und die Finanzierungspolitik.<sup>81</sup>

Abbildung 6: Gegenüberstellung direkte und indirekte Wertermittlung

Direkte Wertermittlung	Indirekte Wertermittlung
= <b>Marktwert des Eigenkapitals</b>	Marktwert des Gesamtkapitals - Marktwert des Fremdkapitals = <b>Marktwert des Eigenkapitals</b>

## 4.1. Nettoverfahren

<b>Nettoverfahren:</b>
Der Wert des Eigenkapitals wird direkt durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zufließenden künftigen finanziellen Überschüsse ermittelt. <sup>82</sup>

<sup>67</sup> Aschauer / Purtscher (2023), S. 124; Mandl / Rabel (1997), S. 40.

<sup>68</sup> Aschauer / Purtscher (2023), S. 119 ff.

<sup>69</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 38.

<sup>70</sup> Bachl (2018), S. 65.

<sup>71</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 38.

<sup>72</sup> Ernst u.a. (2018), S. 27.

<sup>73</sup> Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 161.

<sup>74</sup> Drukarczyk / Schüler (2016), S. 197; Kranebitter / Maier (2017), S. 40.

<sup>75</sup> Aschauer / Purtscher (2023), S. 115; Bachl (2018), S. 67; Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 134.

<sup>76</sup> Ernst u.a. (2018), S. 27; Kranebitter / Maier (2017), S. 44.

<sup>77</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 365.

<sup>78</sup> Kranebitter / Maier (2017), 43.

<sup>79</sup> Ballwieser / Hachmeister (2013), S. 184.

<sup>80</sup> Zum Begriff vgl. Unterlage (Methodenübersicht), S. 4.

<sup>81</sup> Aschauer / Purtscher (2023), S. 114.

<sup>82</sup> Vgl. KFS BW I Rz. 33.

Das Ertragswertverfahren<sup>83</sup> ist ebenfalls ein Nettoverfahren, kann sich aber durch die im Nenner ausgewiesenen finanziellen Überschüsse vom FTE-Verfahren unterscheiden.

#### **4.1.1. FTE-Verfahren**

##### **Vertiefung**

Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 46 f; IDW S 1 (2008) Rz. 138;

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 124 ff; Bachl (2018), S. 61 f; Drukarczyk / Schüler (2016), S. 221 ff; Ernst u.a. (2018), S. 30 f; Ihlau / Duscha (2019), S. 46 f, 55 f; Kranebitter / Maier (2017), S. 46; Mandl / Rabel (1997), S. 40f und S. 367ff; Peemöller (2019), S. 75 f, 422 f; WPH-Edition (2018), Tz. A 145 ff;

Unterlage:

Methodenübersicht, S. 9 ;

Unterlage nn veröffentlicht:

Disk.verf., Kap. 1.2.C.a;

Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [FTE-Verfahren](#); Wikipedia, Stichwort: [Equity-Methode](#);

##### **FTE-Verfahren (Flow to Equity-Verfahren):**

ermittelt den Marktwert des Eigenkapitals<sup>84</sup> durch Diskontierung der Flow-to-Equity (FTE) mit dem Zinssatz des verschuldeten Eigenkapitals.

##### Formel 5: FTE-Verfahren

$$EK^* = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FtE_t}{(1+r(EK)_v)^t} + N_0$$

##### Formel 6: Unternehmenswert beim FTE-Verfahren

	Nettounternehmenswert
mind	Liquidationswert
+	Wert nicht betriebsnotwendiges Vermögen
=	<b>Unternehmenswert</b>

Es stellt ein Nettoverfahren dar und ist betriebswirtschaftlich anerkannt.

Hier ist eine atmende Finanzierung möglich, d.h. der Verschuldensgrad kann variiert werden, ohne das Zirkularitäten auftreten.

##### **Vorteile FTE-Ansatz<sup>85</sup>**

- Equity-Ansatz entspricht der modernen Auslegung des Ertragswertverfahrens und ist daher in Deutschland (insbesondere bei Wirtschaftsprüfern) stärker akzeptiert als der Entity-Ansatz.
- Geringere Komplexität als Entity-Ansatz, daher leichter vermittelbar.
- Wesentlich flexiblere Handhabung als Entity-Ansatz:
  - Möglichkeit einer exakten Abbildung des tatsächlich geplanten Ausschüttungsverhaltens eines Unternehmens (und damit Aufgabe der vereinfachenden Vollausschüttungsannahme).
  - Finanzierungsprämisse frei wählbar: explizite Berücksichtigung der künftigen Kapitalstruktur und genaue, periodenspezifische Planung der FK-Kosten möglich, was zu genauen Ergebnissen führt.
  - Bewertung von Minderheitsbeteiligungen, Verlustvorträgen o.ä. separat möglich und daher deutlich einfacher und transparenter als beim Entity-Ansatz.

<sup>83</sup> Vgl. *Unterlage (Methodenübersicht)*, S. 5 f.

<sup>84</sup> Vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 8 f.

<sup>85</sup> Vgl. *Ernst u.a. (2018)*, S. 304.

### Nachteile

- International nicht gebräuchlich.
- Voraussetzung ist eine exakte Planung der Fremdkapitalentwicklung.

## 4.2. Bruttoverfahren

### **Bruttoverfahren (Entity-Ansatz, Entity-Verfahren):**

wird vorerst der Wert des Gesamtkapitals<sup>86</sup> aus der Sicht der Eigen- und Fremdkapitalgeber bestimmt. Danach wird durch Abzug des Wertes des Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals ermittelt.<sup>87</sup>

Bruttoverfahren weisen eine höhere Transparenz auf, da zuerst ein Entity-Wert berechnet wird, der den operativen Wert des Unternehmens abbildet. Durch die Gegenüberstellung des Entity-Werts mit dem Marktwert des Fremdkapitals wird dann unmittelbar deutlich, inwiefern der Wert des operativen Geschäfts des zu bewertenden Unternehmens den Marktwert des Fremdkapitals abdeckt. Dieser Befund ist beispielsweise für Unternehmen in der Krise oder bei Transaktionen nützlich, bei denen die Höhe des Fremdkapitals gestaltbar ist und bis zum Transaktionsstichtag noch Veränderungen unterliegt.<sup>88</sup>

Zu den Bruttoverfahren gehören:

- WACC-Verfahren
- APV-Verfahren
- TCF-Verfahren

### 4.2.1. WACC-Verfahren

#### **Vertiefung**

Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 38 ff; IDW S 1 (2008) Rz. 125 f, 133 ff;

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 119 ff; Bachl (2018), S. 63; Drukarczyk / Schüler (2016), S. 197 ff; Ernst u.a. (2018), S. 27 ff; Ihlau / Duscha (2019), S. 46 f, 55 f; Kranebitter / Maier (2017), S. 40 ff; Mandl / Rabel (1997), S. 38ff und 311ff; Peemöller (2019), S. 68 ff, 418 ff; WPH-Edition (2018), Tz. A 139 ff;

Artikel:

Hager (2014), S. 1122 f;

Unterlage:

Methodenübersicht, S. 8;

Unterlage nn veröffentlicht:

Disk.verf, Kap. 1.2.C.b;

Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [WACC-Verfahren](#); Wikipedia, Stichwort: [Weighted Average Cost of Capital](#):

### **WACC-Verfahren:**

der jährliche Free-Cash-Flow wird mit dem WACC diskontiert. Die Summe der Barwerte ergibt den Marktwert des Gesamtkapitals, von dem der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.

Formel 7: WACC-Verfahren<sup>89</sup>

$$EK^* = GK^* - FK^*$$

$$GK^* = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t} + N_0$$

<sup>86</sup> Zu den Begriffen Marktwert des Gesamtkapitals, Eigenkapitals und Fremdkapital vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 2 f, 4 ff, und 8 f.

<sup>87</sup> Vgl. *KFS/BW 1 (2014)* Rz. 32.

<sup>88</sup> *Fleischer / Hüttemann (2015)*, 256 f.

<sup>89</sup> Aus *Mandl / Rabel in Peemöller (2019)*, S. 70.

Formel 8: Unternehmenswert beim WACC-Verfahren

	Bruttounternehmenswert
-	Wert Fremdkapital
=	<b>Nettounternehmenswert</b>
mind	Liquidationswert
+	Wert nicht betriebsnotwendiges Vermögen
=	<b>Unternehmenswert</b>

Das WACC-Verfahren zeichnet sich durch seine einfache Anwendbarkeit aus. Es ist das in der Praxis am häufigsten angewandte Discounted Cash-Flow-Verfahren.<sup>90</sup> Es stellt ein Bruttoverfahren dar und ist betriebswirtschaftlich anerkannt.

Das WACC-Verfahren geht von einer starren Eigen-Fremdkapital-Relation aus.<sup>91</sup> Wenn diese (z.B. bei Überschuldung) stark verändert werden soll, ist die Anwendung nur durch Zusatzrechnungen möglich.

**Vorteile WACC-Verfahren**<sup>92</sup>

- International die etablierteste Unternehmensbewertungsmethode.

**Nachteile**

- Annahme einer in Zukunft konstanten Kapitalstruktur kann zu Bewertungsfehlern führen.
- Vereinfachende Annahme von konstanten, vom Verschuldungsgrad unabhängigen Renditeforderungen der EK- und FK-Geber kann zu Verzerrungen führen.
- Mögliche Verzerrungen aufgrund der Verwendung von durchschnittlich zu zahlenden FK-Zinssätzen (die verwendeten Kapitalkosten sind häufig Durchschnittswerte und spiegeln nicht exakt die einzelnen Finanzierungskosten wider).
- Bei der Berechnung des WACC kann sich ein Zirkularitätsproblem ergeben (Iteration notwendig).

**Vorteile bei Verwendung periodenspezifischen WACC**<sup>93</sup>

- Periodenspezifischer WACC-Ansatz liefert exaktere Ergebnisse, da einige der Nachteile des Entity-Ansatzes durch Berücksichtigung künftiger Veränderungen der Kapitalstruktur vermieden werden.

**Nachteile**

- Herleitung des periodenspezifischen WACC ist methodisch anspruchsvoller/komplexer als die des WACC.
- Die retrograde Berechnung des Unternehmenswerts ist weniger übersichtlich als beim Entity-Ansatz.

**4.2.2. APV-Verfahren**

**Vertiefung**

Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 43 ff; IDW S 1 (2008) Rz. 136 f

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 115 ff; Bachl (2018), S. 67 f; Drukarczyk / Schüler (2016), S. 161 ff; Ernst u.a. (2018), S. 29 f; Ihlau / Duscha (2019), S. 46 f, 57; Kranebitter / Maier (2017), S. 44 f; Mandl / Rabel (1997), S. 41 und S. 372; Peemöller (2019), S. 76 ff, 421 f; WPH-Edition (2018), Tz. A 148 ff;

Artikel:

Hager (2014), S. 1122 f;

Unterlage:

Methodenübersicht, S. 8 f;

<sup>90</sup> Vgl. Nadvornik / Sylle (2012).

<sup>91</sup> Vgl. Maier in Kranebitter / Maier (2017), S. 47.

<sup>92</sup> Vgl. Ernst u.a. (2018), S. 303.

<sup>93</sup> Vgl. Ernst u.a. (2018), S. 303.

Unterlage nn veröffentlicht:  
Disk.verf, Kap. 1.2.C.c;

Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [APV-Verfahren](#); Wikipedia, Stichwort: [APV-Ansatz](#);

#### **APV-Verfahren (Adjusted Present Value-Verfahren):**

dabei wird zunächst der Marktwert des Gesamtkapitals<sup>94</sup> unter der Prämisse der vollständigen Eigenfinanzierung aus dem Free-Cash-Flow ermittelt. Dabei kommt der Zinssatz des unverschuldeten Betriebes zur Anwendung. Aus diesem Barwert und dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wird der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens ermittelt. Dazu kommt der Barwert der Steuervorteile, d.h. die Erhöhung des Marktwertes durch die steuerliche Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen (**Steuervorteil der Fremdfinanzierung = Tax Shield**). Nach Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals erhält man den Marktwert des Eigenkapitals.

Formel 9: APV-Verfahren<sup>95</sup>

$$EK^* = GK^* - FK^*$$

$$GK^* = GK_u + W_{TS}$$

$$GK_u = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r(EK)_u)^t} + N_0$$

$$W_{TS} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{s_u \cdot i_r \cdot FK_{t-1}^*}{(1+i_r)^t}$$
<sup>96</sup>

Formel 10: Unternehmenswert beim APV-Verfahren

	Wert des fiktiv unverschuldeten Betriebes
+	Barwert der Steuervorteile
=	<b>Bruttounternehmenswert</b>
-	Wert Fremdkapital
=	<b>Nettounternehmenswert</b>
mind	Liquidationswert
+	Wert nicht betriebsnotwendiges Vermögen
=	<b>Unternehmenswert</b>

Das APV-Verfahren stellt ein Bruttoverfahren dar. Es handelt sich um eine betriebswirtschaftlich anerkannte Bewertungsmethode. Es hat keine große praktische Bedeutung.

#### **Vor- und Nachteile APV-Ansatz**<sup>97</sup>

wie WACC-Verfahren.

#### **4.2.3. TCF-Verfahren**

##### **Vertiefung**

Bücher:

Ihlau / Duscha (2019), S. 46 f, 56; Kranebitter / Maier (2017), S. 43 f; Mandl / Rabel (1997), S. 365 f; Peemöller (2019), S. 75, 420 f; WPH-Edition (2018), Tz. A 145 ff;

Unterlage:

Methodenübersicht, S. 9;

Unterlage nn veröffentlicht:

Disk.verf, Kap. 1.2.C.d;

Weblinks:

Bewertungshilfe, Stichwort: [TCF-Verfahren](#); Wikipedia, Stichwort: [TCF-Ansatz](#);

<sup>94</sup> Zum Begriff vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 2 f.

<sup>95</sup> Aus Mandl / Rabel in Peemöller (2019), S. 77.

<sup>96</sup> Der sichere Zinssatz  $i_r$  ist nur unter bestimmten Umständen anwendbar.

<sup>97</sup> Vgl. Ernst u.a. (2018), S. 303.



### **TCF-Verfahren (Total-Cash-Flow-Verfahren):**

der Total-Cash-Flow (TCF) (EBIT abzüglich tatsächlicher Steuer) wird mit dem WACC (vor Steuer) diskontiert. Das Ergebnis ist der Wert des Gesamtkapitals, von dem der Wert des Fremdkapitals abzuziehen ist.

Das TCF-Verfahren unterscheidet sich vom WACC-Verfahren dadurch, dass der Steuervorteil aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen nicht bei Ermittlung der Kapitalkosten, sondern bereits im Cash Flow berücksichtigt wird.<sup>98</sup>

#### **Formel 11: TCF-Verfahren**

$$EK^* = GK^* - FK^*$$

$$GK^* = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{TCF_t}{(1+r_{TCF})^t} + N_0$$

#### **Formel 12: Unternehmenswert beim WACC-Verfahren**

	Bruttoundernehmenswert
-	Wert Fremdkapital
=	<b>Nettoundernehmenswert</b>
mind	Liquidationswert
+	Wert nicht betriebsnotwendiges Vermögen
=	<b>Unternehmenswert</b>

Das TCF-Verfahren stellt ein Bruttoverfahren dar. Das TCF-Verfahren ist in KFS BW 1 nicht als betriebswirtschaftlich anerkannte Bewertungsmethode angeführt. Das Verfahren ist zwar nicht in IDW S 1 (2008) angeführt, sie wird aber in der *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 145 ff erläutert und ist somit in Deutschland eine betriebswirtschaftlich anerkannte Methode.

## **Literatur**

### **Fachgutachten**

- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1, zitiert: *KFS/BW 1 (2014)*;
- IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, IDW Standards IDW S 1 i.d.F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 02.04.2008), zitiert: *IDW S 1 (2008)*;

### **Empfehlungen / Hinweise**

- Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung: „Empfehlung zur Berücksichtigung eines Debt Beta“ (KFS/BW 1 E3) vom 21.5.2015,<sup>99</sup> zitiert: *KFS/BW 1 E3 (2015)*;

### **Bücher**

- Aschauer / Purtscher: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, 2. Auflage Linde 2023, zitiert: *Aschauer / Purtscher (2023)*;
- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung, LexisNexis 2018, zitiert: *Bachl (2018)*;
- Ballwieser: „Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme“, Schäffer Poeschel 2011, 3. Auflage, : *Ballwieser (2011)*;
- Ballwieser / Hachmeister: „Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme“, Schäffer Poeschel 2013, zitiert: *Ballwieser / Hachmeister (2013)*;
- Drukarczyk / Schüler: „Unternehmensbewertung“, Valens, 2016, zitiert: *Drukarczyk / Schüler (2016)*;

<sup>98</sup> *Bachl (2018)*, S.20.

<sup>99</sup> Download bei [www.ksw.or.at](http://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_E3.pdf) [http://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1\\_E3.pdf](http://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_E3.pdf), abgefragt 2.10.2025.

- Ernst u.a.: „Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen“, 6. Auflage Vahlen 2018, zitiert: *Ernst u.a. (2018)*;
- Fleischer / Hüttemann (Hrsg.): „Rechtshandbuch Unternehmensbewertung“, Verlag Otto Schmidt, 2015, zitiert: *Autor in Fleischer / Hüttemann (2015)*;
- Ihlau / Duscha: „Besonderheiten bei der Bewertung von KMU: „Springer Gabler 2019, zitiert: *Ihlau / Duscha (2019)*;
- Kranebitter / Maier (Hrsg.): „Unternehmensbewertung für Praktiker“, 3. Auflage Linde 2017, zitiert: *Autor in Kranebitter / Maier (2017)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997, zitiert: *Mandl / Rabel (1997)*;
- Peemöller (Hrsg.): „Praxishandbuch der Unternehmensbewertung“, 7. Auflage NWB-Verlag 2019, zitiert: *Autor in Peemöller (2019)*;
- IDW (Hrsg.): „Bewertung und Transaktionsberatung“, Verlag IDW 2018, zitiert: *WPH-Edition (2018)*;

## Artikel

- Enzinger / Kofler: „Das Roll Back-Verfahren zur Unternehmensbewertung“, BP 2011, 2, zitiert: *Enzinger / Kofler (2011)*;
- Fischer-Winkelmann / Busch: „Die praktische Anwendung der verschiedenen Unternehmensbewertungsverfahren“, FB 2009, 635 u. 715, zitiert: *Fischer-Winkelmann / Busch (2009)*;
- Hager: „Das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung“, SWK 2014, 1121, zitiert: *Hager (2014)*;
- Henselmann / Barth: „„Übliche Bewertungsmethoden“ – Eine empirische Erhebung für Deutschland“, BP 2009, II 9, zitiert: *Henselmann / Barth (2009)*;
- Kahr: „Unternehmensbewertungsverfahren in der Praxis“, RWZ 1999, 39, zitiert: *Kahr (1999)*;
- Nadvornik / Sylle: „Bestandsaufnahmen der aktuellen Unternehmensbewertungslandschaft in Österreich“, RWZ 2012/5, zitiert: *Nadvornik / Sylle (2012)*;
- Spahlinger / Knoll: „Bewertungsverfahren in der DACH-Region – eine Umfrage unter EACVA-Mitgliedern“, BP 2023, 66, zitiert: *Spahlinger / Knoll (2023)*;
- Welfonder / Bensch: „Status Quo der Unternehmensbewertungsverfahren in der Praxis“, CF 2017, 175, zitiert: *Welfonder / Bensch (2017)*;

## Unterlagen<sup>100</sup>

- Hager: „[Äquivalenzprinzipien](#)“, Basisseminar BFA, Stand Feb. 2022, zitiert: *Unterlage (Äquivalenz)*;
- Hager: „[Brutto- oder Nettounternehmenswert](#)“, Stand Juni 2022, zitiert: *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*;
- Hager: „[Bewertungsmethoden – Eine Übersicht](#)“, Stand Okt. 2024, zitiert: *Unterlage (Methodenübersicht)*;
- Hager: „[Geldflussrechnung](#)“, Stand Aug. 2021, zitiert: *Unterlage (Geldfluss)*;
- Hager: „[Grundbegriffe](#)“, Stand Okt. 2020, zitiert: *Unterlage (Grundbegriffe)*;
- Hager: „[Objektivierter vs. subjektiver Wert](#)“, Stand Sep. 2023, zitiert: *Unterlage (objektiviert-subjektiv)*;
- Hager: „[Unsicherheit in der Unternehmensbewertung](#)“, Basisseminar FAÖ, Stand Okt. 2024, zitiert: *Unterlage (Unsicherheit)*;
- Hager: „[Diskontierungszinssatz – Ein kurzer Überblick](#)“, Stand Okt. 2024, zitiert: *Unterlage (Zinskurz)*;
- Hager: „Ermittlung des Unternehmenswertes durch Diskontierungsverfahren“, **Entwurf Okt. 2023**, zitiert: *Unterlage (Disk.verf, nn publiziert)*;
- Hager: „Diskontierungszinssatz“, **Entwurf Feb. 2022**, zitiert: *Unterlage (Diskont-Zins, nn publiziert)*;
- Hager: „Zirkularität“, **Entwurf Sep. 2020**, zitiert: *Unterlage (Zirkularität, nn publiziert)*;

---

<sup>100</sup> Weitere Unterlagen bei *Bewertungshilfe*, Stichwort: [Unterlagen](#); abgefragt 2.10.2025.

## Tabellen

- Hager: „Cash-Flow“, Entwurf März. 2025, zitiert: *Tabelle (Cash-Flow, nn publiziert)*;
- Hager: „Fremdkapitalzinssatz“, Entwurf Sept. 2017, zitiert: *Tabelle (FK-Zins, nn publiziert)*;

## Stichwortverzeichnis

Adjusted Present Value-Verfahren *Siehe* APV-Verfahren  
APV-Verfahren 16  
Äquidistanz 6  
Äquivalenzprinzipien 3, 4  
Ausschüttungsplanung 6  
Basiszinssatz 8  
Beta-Faktor 8  
betriebswirtschaftlich anerkannte Methoden 3  
Bruttoverfahren 14  
Bruttoverfahren auf Basis von TCF *Siehe* TCF-Verfahren  
Capital Asset Pricing Model 8  
CAPM *Siehe* Capital Asset Pricing Model  
Cash-Flow 6  
Credit Spread 11  
DCF-Methode mittels Entity-Ansatzes *Siehe* WACC-Verfahren  
DCF-Methode mittels Equity-Ansatzes *Siehe* FTE-Verfahren  
Discounted Cash-Flow Verfahren 3  
Diskontierungsverfahren 3  
Diskontierungszinssatz 8  
Eigenkapitalkosten  
  verschuldete 9  
Entity-Ansatz *Siehe* WACC-Verfahren, *Siehe* Bruttoverfahren  
Entity-Approach *Siehe* WACC-Verfahren  
Entity-Verfahren *Siehe* Bruttoverfahren  
Equity-Ansatz *Siehe* FTE-Verfahren  
Equity-Approach *Siehe* FTE-Verfahren  
Ertragskomponenten  
  Nichtfinanzielle 6  
FCF *Siehe* Free-Cash-Flow  
finanzieller Überschuss 5  
Finanzplan 3  
Flow to Equity 6  
Flow to Equity-Verfahren *Siehe* FTE-Verfahren  
Free-Cash-Flow 6  
Free-Cash-Flow-Verfahren *Siehe* WACC-Verfahren  
Fremdkapitalkosten 10  
Fremdkapitalzinsen 11  
FTE *Siehe* Flow to Equity  
FTE-Verfahren 13  
Gesamtbewertungsverfahren 3  
Kapitalkosten, gewogene *Siehe* Weighted Average Cost of Capital  
Kapitalmarktorientierung 8  
Kapitalwertverfahren 3  
Konsistenz der Bewertungsergebnisse 12  
Marktrisikoprämie 8  
Nettoverfahren 12  
objektivierter Unternehmenswert 6  
Planbilanz 3  
Plan-Gewinn- und Verlustrechnung 3  
Risikozuschlag 8  
Steuervorteil der Fremdfinanzierung 7, 10, 16  
subjektiver Unternehmenswert 6  
Tax Shield *Siehe* Steuervorteil der Fremdfinanzierung, *Siehe* Steuervorteil der Fremdfinanzierung  
TCF *Siehe* Total-Cash-Flow  
TCF-Verfahren 17  
Total-Cash-Flow 7  
Total-Cash-Flow-Verfahren *Siehe* TCF-Verfahren  
WACC *Siehe* Weighted Average Cost of Capital  
WACC-Ansatz *Siehe* WACC-Verfahren  
WACC-Verfahren 14  
Weighted Average Cost of Capital 9  
Zukunftserfolg *Siehe* finanzieller Überschuss