

Kapitel 1

Neuerungen des Fachgutachtens und deren Relevanz für die Praxis

Autoren: Patrick Czech/Christina Khinast-Sittenthaler

1.1 Einleitung

Das Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 (FGA) enthält die in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte und Grundsätze für die Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftstreuhänder. Um den Entwicklungen der vergangenen Jahre Rechnung zu tragen, wurde im Frühjahr 2014 eine Neufassung des Fachgutachtens beschlossen.

Die Beschlussfassung des Fachgutachtens (KFS/BW 1) erfolgt durch den Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder (KWT).

Im Fachgutachten werden allgemeine Grundsätze für die Erstellung von Unternehmensbewertungen festgelegt. Dabei sollen auch „die derzeit international gängigen Methoden sowie die Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen“¹ berücksichtigt werden. Bei Erstellung einer Unternehmensbewertung gemäß KFS/BW 1 muss der durch das Fachgutachten vorgegebene Rahmen eingehalten werden. Die Auswahl und Anwendung einer Methode sowie ein Abweichen von einem bestimmten Grundsatz liegt in der Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhänders.

Tipp

Bei vertraglichen Bewertungen oder auftragsspezifischen Anforderungen kann von den Grundsätzen des KFS/BW 1 abgegangen werden und eine Bewertung „in Anlehnung an das Fachgutachten“ erfolgen.

Das Fachgutachten KFS/BW 1 wurde erstmals im Dezember 1989 vom Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation beschlossen und ersetzte die Fachgutachten Nr 45 und Nr 47.² Die erste Neufassung des Gutachtens wurde im Jahr 2006 („FGA 2006“) erarbeitet.³

Am 26. März 2014 wurde abermals eine Neufassung des Fachgutachtens („FGA 2014“) beschlossen. Für Bewertungen gemäß KFS/BW 1 wird eine verpflichtende Anwendung des Fachgutachtens ab 30. Juni 2014 vorgesehen. Dieser Stichtag bezieht

¹ KFS/BW 1, Tz 2.

² Vgl KFS/BW 1 idF 1989, 2.

³ Vgl KFS/BW 1 idF 2006, Tz 1.

Beispiel:

Nachfolgendes Beispiel soll die Anwendung des Free-Cash-Flow-Verfahrens bei einer schwankenden Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes verdeutlichen:

	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	TV
EBIT	5.000	5.200	6.200	6.500	6.565
– Operative Steuern	(1.250)	(1.300)	(1.550)	(1.625)	(1.641)
+ Abschreibungen	2.000	2.100	2.150	2.200	2.222
– Investitionen	(2.100)	(2.200)	(2.100)	(2.300)	(2.400)
+/- Working Capital-Veränderung	(100)	(150)	(180)	(200)	(202)
Free-Cash-Flows	3.550	3.650	4.520	4.575	4.544
WACC	7,10%	7,14%	7,19%	7,25%	6,27%
Abzinsungsfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	12,09
Barwerte Free-Cash-Flows	3.315	3.181	3.675	3.468	55.253
Entity Value					68.892
– Verzinsliches Nettofremdkapital					(16.000)
Equity Value					52.892

WACC-Ermittlung:

	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	TV
Entity Value	68.891	70.232	71.595	72.222	72.885
– Verzinsliches Nettofremdkapital	(16.000)	(16.200)	(16.500)	(17.000)	(17.000)
Equity Value	52.891	54.032	55.095	55.222	55.885
Debt Ratio	23,2%	23,1%	23,0%	23,5%	23,3%
Equity Ratio	76,8%	76,9%	77,0%	76,5%	76,7%
Unlevered Beta	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Re-levered Beta	1,04	1,04	1,04	1,05	1,04
Risikofreier Basiszinssatz	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marktrisikoprämie	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Eigenkapitalkosten	8,7%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%
FK-Kosten vor Steuern	2,6%	2,8%	3,1%	3,5%	3,6%
– Ertragsteuersatz	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
FK-Kosten nach Steuern	2,0%	2,1%	2,3%	2,6%	2,7%
WACC	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%
Wachstumsrate					1,00%
WACC inkl Wachstumsrate	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	6,3%

2.3.3 Adjusted Present Value-Ansatz

Auch der APV-Ansatz basiert auf dem Grundprinzip der Bruttokapitalisierung. Aus diesem Grund wird im ersten Schritt der Marktwert des Gesamtkapitals bestimmt, bevor man wiederum durch Abzug des Marktwertes des Fremdkapitals zum Equity Value gelangt.

Der Unterschied zu den WACC-Ansätzen besteht in der komponentenweisen Berechnung des Entity Values. Dies bedeutet, dass zuerst der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt wird, wobei von einem fiktiven unverschuldeten Unternehmen ausgegangen wird. Daher wird in diesem Schritt der Wert der operativen Geschäftstätigkeit bzw der Investitionsstrategie des Bewertungsobjektes, losgelöst von der Kapital- bzw Finanzierungsstruktur, ermittelt. Zu diesem Zweck werden die Free-Cash-Flows mit den Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens diskontiert. Die Formel zur Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals des als unverschuldet angenommen Unternehmens stellt sich wie folgt dar:

Formel

$$EK_{MW}^u = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_{EK}^u)^t}$$

EK_{MW}^u	Marktwert des Eigenkapitals des als unverschuldet angenommenen Unternehmens
r_{EK}^u	Risikoäquivalente Renditeforderung der Eigenkapitalgeber des als unverschuldet angenommenen Unternehmens

Bei Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals des unverschuldeten Unternehmens wurden die Einflüsse der Kapitalstruktur vollständig ausgeblendet. Diese Wertbeiträge, die bei teilweiser Fremdfinanzierung entstehen, werden in einem zweiten Schritt im Unternehmenswert berücksichtigt. Der Wertbeitrag dieser Kapitalstruktureffekte ergibt sich als Barwert der aus der Fremdfinanzierung resultierenden Tax Shields. Die periodenspezifischen Wertbeiträge der Fremdfinanzierung werden beim APV-Ansatz mit den Fremdkapitalkosten des Bewertungsobjektes diskontiert und ermitteln sich wie nachfolgend dargestellt:

Formel

$$TS_{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{s * r_{FK} * FK_t}{(1 + r_{FK})^t}$$

TS_{MW}	Wertbeitrag der Kapitalstruktur
FK_t	Verzinsliches Fremdkapital in der Periode t

Svensson Methode:

Aus diesem Grund wird für die Ableitung des risikolosen Zinssatzes in der Praxis häufig die Svensson-Methode angewandt. Bei der Svensson-Methode werden auf Basis von am Markt beobachtbaren Renditen von kupontragenden Anleihen, sechs Parameter ($\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$) geschätzt. Auf Basis dieser sechs Parameter können in weiterer Folge Renditen für jede beliebige Laufzeit berechnet werden. Die Parameter für die deutschen Bundesanleihen werden bspw täglich von der Deutschen Bundesbank publiziert.⁷³ Die Formel zur Berechnung der laufzeitabhängigen Rendite einer Nullkuponanleihe nach der Svensson-Methode stellt sich wie folgt dar:

$$r_f(T, \beta\tau) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - e^{-\frac{T}{\tau_1}}}{\frac{T}{\tau_1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-\frac{T}{\tau_1}}}{\frac{T}{\tau_1}} - e^{-\frac{T}{\tau_1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-\frac{T}{\tau_2}}}{\frac{T}{\tau_2}} - e^{-\frac{T}{\tau_2}} \right)$$

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \tau_1, \tau_2$	Parameter für die Svensson Methode, täglich veröffentlicht unter http://www.bundesbank.de
T	Laufzeit in Jahren

Meist werden in der Bewertungspraxis die Spot Rates auf Basis der Svensson-Methode der ersten 25 bis 30 Jahre herangezogen. Für die Laufzeit, die über diesen Zeitraum hinausgeht, wird der Zinssatz des letzten Jahres als nachhaltiger Zinssatz angenommen. Damit wird vermieden, dass für sehr lange Laufzeiten Spot Rates herangezogen werden, für die es keine Marktdaten gibt und daher auf Basis der Svensson-Methode keine plausiblen Entwicklungen unterstellt werden.

In der Bewertungspraxis wird die auf Grundlage der Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve häufig in einen einheitlichen, für alle Perioden gültigen, Basiszinssatz verdichtet. Dabei wird eine geringfügige Unschärfe, die durch die Verwendung eines einheitlichen Basiszinssatzes entsteht, in Kauf genommen.⁷⁴ Zu diesem Zweck werden fiktive Cash-Flows einer möglichst langen Periode, unter Berücksichtigung des angesetzten Wachstumsfaktors, mit den laufzeitspezifischen Spot Rates auf den Bewertungsstichtag diskontiert. In weiterer Folge wird auf Basis des so ermittelten Barwerts und der diskontierten Cash-Flows mit Hilfe eines Tabellenkalkulationsprogramms die Internal Rate of Return errechnet. Dies kann sodann als einheitlicher Basiszinssatz für die Bewertung herangezogen werden.

⁷³ <http://www.bundesbank.de>

⁷⁴ Vgl Baetge, et al (2009) 366 f.

4.1.2 Struktur von wertorientierten Unternehmensanalysen

Die Abgrenzung der für die Analyse des Geschäftsbetriebs maßgeblichen Werttreiber lässt sich anschaulich in Form der operativen und finanziellen Tätigkeiten, die ein Unternehmen zur Leistungserstellung erbringen muss, darstellen:



Abb. 13: Leistungsprozess eines Unternehmens¹³⁷

Der in der oben angeführten Grafik dargestellte Leistungsprozess wird in der praktischen Unternehmenstätigkeit unzählige Male iterativ durchlaufen. Für Analysezwecke ist jedoch insbesondere die Trennung zwischen operativem Geschäftsbetrieb (Phasen 1 und 3) sowie des Finanzierungsbereiches (Phasen 2 und 4) von grundlegender Bedeutung. Durch Zuordnung einzelner Maßnahmen und Transaktionen in operativen Geschäftsbetrieb¹³⁸ und Finanzierungsbereich¹³⁹ können für beide Bereiche zentrale Werttreiber definiert und diese durch historische Zeitreihenanalysen bzw Branchen- und Peer Group-Vergleiche gebenchmarkt werden.

Die Datengrundlage für eine wertorientierte Unternehmensanalyse liefert üblicherweise das betriebliche Rechnungswesen. Obwohl internationale Rechnungslegungsstandards wie zB IFRS im Vergleich zu nationalen Rechnungslegungsvorschriften eine rudimentäre Trennung zwischen operativem Leistungsbereich und Finanzierungsbereich vorsehen, sind in der Bewertungspraxis Überleitungen und Korrekturen der statutarischen Gliederung von Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) und Bi-

¹³⁷ Quelle: Viebig/Varmaz (2008), EY.

¹³⁸ Sämtliche Transaktionen und Prozesse, die mit der Erbringung betrieblicher Kernleistungen verbunden sind.

¹³⁹ Alle Transaktionen und Prozesse, die mit der Aufnahme bzw Rückführung von Finanzkapital verbunden sind.

6.3 Trading Multiplikatoren

6.3.1 Berechnungsmethodik

Die Ableitung der Multiplikatoren ergibt sich grundsätzlich als Quotient aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw dem Marktpreis des Gesamtkapitals und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens, wobei die Marktpreise aus der Marktkapitalisierung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen gewonnen werden²¹³. Ökonomische Grundlage dieser Methode ist das Gesetz des „Einen Preises“ (Law of one price), das besagt, dass zwei vergleichbare Vermögenswerte zu einem vergleichbaren Preis gehandelt werden sollten²¹⁴.

Es empfiehlt sich, der Berechnung eine Gruppe an vergleichbaren Unternehmen zugrunde zu legen (sog **Peer Group**). Die erforderlichen Schritte sind somit die Auswahl der Vergleichsunternehmen, die Beschaffung der Daten (Marktpreise und Bezugsgröße), die Berechnung der Multiplikatoren der einzelnen Vergleichsunternehmen und die Auswahl einer geeigneten statistischen Größe zur Verdichtung der einzelnen Multiplikatoren zu einem Peer Group-Multiplikator. Im Anschluss daran wird die Bezugsgröße des Bewertungsobjekts mit dem Peer Group-Multiplikator multipliziert, um (je nach Bezugsgröße) den Wert des Eigen- bzw Gesamtkapitals zu erhalten. Bei Gesamtkapital-basierten Multiplikatoren ist die Nettoverschuldung des Bewertungsobjekts abzuziehen. Bei der Bewertung von börsennotierten Unternehmen ist der Peer Group-Multiple lediglich mit dem Börsenmultiplikator des Bewertungsobjekts zu vergleichen.

6.3.2 Auswahl der Vergleichsunternehmen

Grundsätzlich ist zu beachten, dass die Vergleichsunternehmen in ihren wesentlichen Eigenschaften mit dem Bewertungsobjekt übereinstimmen. Hierzu listet KFS/BW 1 Tz 126 insbesondere Branche, Geschäftsmodell, geografische Abdeckung, Profitabilität und Wachstumsaussichten als Auswahlkriterien auf. Darüber hinaus sollten Unterschiede im Geschäfts- und Finanzierungsrisiko, der Kostenstruktur und der angewandten Rechnungslegungsstandards berücksichtigt werden.

Schritte zur Identifizierung von vergleichbaren Unternehmen beginnen zumeist mit der Durchsicht von Unternehmensdatenbanken nach Branchenklassifikationen (Screening). Gängige Branchenklassifikationen von öffentlichen Stellen sind zB die Standard Industrial Classification, das North American Industry Classification System oder die International Standard Industrial Classification und von kommerziellen Anbietern zB der Global Industry Classification Standard (Standard & Poor's and MSCI Barra), Russel Global Sectors, oder der Industrial Classification Benchmark (Dow Jones and FTSE)²¹⁵. Anhand der oben definierten Auswahlkriterien kann die Gruppe

²¹³ Vgl KFS/BW 1, Tz 125.

²¹⁴ Vgl CFA Institute, 268.

²¹⁵ Vgl CFA Institute, 287.

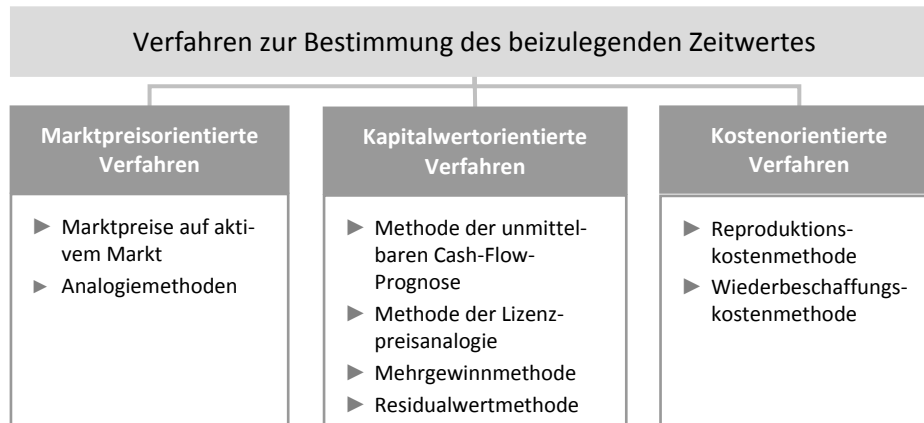


Abb. 23: Verfahren zur Bestimmung des Beizulegenden Zeitwertes²³⁷

Für Zwecke der Purchase Price Allocation ist in erster Linie das marktorientierte Verfahren anzuwenden. Ist dies nicht möglich, kommt das kapitalwertorientierte Verfahren in Betracht. Die Anwendung des kostenorientierten Verfahrens ist zu prüfen, soweit eines der anderen Verfahren nicht in Betracht kommt.

Mangels Verfügbarkeit von Marktpreisen für immaterielle Vermögenswerte kommen in der Praxis vor allem die kapitalwertorientierten Verfahren zur Anwendung. In den Ausführungen wird daher nur auf diese Verfahren näher eingegangen.

Beim kapitalwertorientierten Verfahren bemisst sich der Wert des Bewertungsobjektes aus dessen Fähigkeit, künftig Cash-Flows zu erwirtschaften. Der Wert eines Vermögenswertes ergibt sich demnach aus dem Barwert der künftigen Cash-Flows zum Bewertungsstichtag, die dem wirtschaftlichen Eigentümer dieses Vermögenswertes während der erwarteten Nutzungsdauer und gegebenenfalls aus dem Abgang zufließen. Im folgenden Abschnitt wird insbesondere auf jene Methoden näher eingegangen, die in der Praxis am häufigsten zur Anwendung kommen.

Methode der unmittelbaren Cash-Flow-Prognose

Bei dieser Methode werden den Vermögenswerten direkt zurechenbare Cash-Flows mit dem vermögenswertspezifischen Kapitalisierungszinssatz diskontiert.²³⁸ Da nur in den seltensten Fällen den immateriellen Vermögenswerten direkte Cash-Flows zugeordnet werden können findet auch diese Methode in der Praxis nur selten Anwendung. Da diese Methode nicht praxisrelevant ist, wird sie auch nicht näher erläutert.

Methode der Lizenzpreis analogie

Bei der Lizenzpreis analogiemethode wird der Wert des immateriellen Vermögensgegenstandes durch den Barwert ersparter fiktiver Lizenzzahlungen bemessen. Dabei

²³⁷ Abbildung: EY.

²³⁸ Vgl IDW S 5 Rz 30.

Kapitel 9

Der Ablauf einer Unternehmensbewertung

Autor: Peter Laher

9.1 Einleitung

Unternehmensbewertungen werden für die verschiedensten Zwecke und auf Basis von unterschiedlichen Voraussetzungen erstellt. Der Ablauf einer Unternehmensbewertung kann daher ebenfalls von Auftrag zu Auftrag variieren, jedoch besteht ein gewisser roter Faden, der jede Unternehmensbewertung begleitet.

Eine gut konzeptionierte Unternehmensbewertung (Planung der Vorgehensweise, Aufstellung des Projektmanagements sowie Bestimmung der Kommunikationswege) vereinfacht die operative Durchführung dieser.³³⁷ Darüber hinaus ist eine sorgfältige und je nach Auftragsumfang fokussierte Analyse der historischen Finanzdaten sowie der Planungsrechnung ein zentraler Bestandteil einer Unternehmensbewertung.

Die wesentlichen Vorteile einer gut vorbereiteten Unternehmensbewertung sind jedenfalls die schnellere Durchlaufzeit sowie das von Beginn an bestehende gemeinsame Verständnis der Arbeiten, das aufwändige Abstimmungsarbeiten bzw. Besprechungen verhindert.

Das nachfolgende Kapitel erläutert eingangs die administrativen und rechtlich notwendigen Vorbereitungen im Rahmen der Auftragserteilung. In weiterer Folge wird ein Überblick über die Analyse der historischen Finanzdaten und der Planungsrechnung gegeben.

9.2 Auftragserteilung

Im Rahmen der Auftragserteilung sind wesentliche Entscheidungen gemeinsam vom Auftraggeber und dessen Berater zu treffen.



Praxistipp

In der Praxis ist eine Besprechung vor der Auftragserteilung zwischen Auftraggeber und Berater sicherlich zu empfehlen, um die Eckpunkte der Bewertung sowie die Bedürfnisse des Auftraggebers detailliert zu klären.

Ein wesentlicher Aspekt ist die Herstellung des gemeinsamen Verständnisses zwischen dem Berater und dem Auftraggeber. Beide Parteien müssen das gleiche Ver-

³³⁷ Vgl. Bömelburg (2009) 159.

ständnis hinsichtlich des Bewertungsanlasses bzw des Bewertungszweckes haben. Daher müssen insbesondere folgende Grundlagen vor Beginn der Arbeiten vereinbart werden:

- Das **Bewertungsobjekt** stellt den Bewertungsgegenstand dar und kann, muss aber nicht mit einem Unternehmen korrespondieren sondern kann auch eine unter- oder übergeordnete Einheit sein. *(siehe Tz 9.2.1)*
- Der **Bewertungsanlass** stellt in der Regel eine geplante oder bereits durchgeführte Transaktion dar. *(siehe Tz 9.2.2)*
- Der **Bewertungszweck** determiniert die Entscheidung, ob ein objektivierter Unternehmenswert, ein subjektiver Unternehmenswert oder ein Schiedswert ermittelt wird. *(siehe Tz 9.2.3)*
- Das **Bewertungsverfahren** ist abhängig vom Bewertungszweck bzw Bewertungsanlass. *(siehe Tz 9.2.4)*
- Der **Bewertungszeitpunkt** stellt den Stichtag der Unternehmensbewertung dar. *(siehe Tz 9.2.5)*
- Die Definition des **Projektteams** auf Seiten des Auftraggebers und des Bewerter. Insbesondere bei vertraulichen Bewertungen ist eine sorgfältige Aufstellung einer Working Party List zu empfehlen. *(siehe Tz 9.2.7)*
- Die Abstimmung der **Berichterstattung**, insbesondere hinsichtlich des Inhalts. Hier sollte die Frage geklärt werden, ob ein „full scope“ Bericht gemäß KFS/BW 1 notwendig ist oder ob eine kürzere Fassung bzw eine Präsentation der wesentlichen Ergebnisse ebenso den Ansprüchen genügt. *(siehe Tz 9.2.8)*
- Die Abstimmung der **Bewertungsbasis** im Hinblick auf die verfügbaren Daten (geprüfte vs nicht geprüfte historische Finanzdaten; integrierte Planungsrechnung vs Planung der Gewinn- und Verlustrechnung). *(siehe Tz 9.2.9)*
- Die Vereinbarung der **Kosten** auf Basis der zuvor erwähnten Elemente und der vereinbarten Durchlaufzeit. *(siehe Tz 9.2.10)*

Im Anschluss werden die wesentlichen Punkte der Auftragserteilung im Detail erläutert:

9.2.1 Bewertungsobjekt

Das Bewertungsobjekt und damit der Gegenstand der Unternehmensbewertung ist nicht zwangsläufig ein eigenständiges Unternehmen, sondern kann darüber hinausgehen. Das Bewertungsobjekt kann ein Unternehmensverbund oder aber auch nur ein Teilbereich eines Unternehmens oder eine strategische Einheit eines Unternehmens sein. Falls es sich um einen Teilbereich oder eine strategische Einheit handelt, ist jedenfalls zu klären, ob unter der Going Concern Prämisse bewertet werden soll und somit von einem Fortbestand der Einheit auszugehen ist.³³⁸ Basierend auf der Abgrenzung bzw Definition des Bewertungsobjekts werden die folgenden Parameter der Auftragserteilung bestimmt.

³³⁸ Vgl Bömelburg (2009) 160.

Kapitel 10

Unternehmensbewertungen – Dos und Don'ts

Autor: Roland Hochholzer

Im abschließenden Kapitel wird einerseits die korrekte Vorgehensweise bei der Ermittlung von Unternehmenswerten erläutert und andererseits die wichtigsten Fehler zusammengefasst, die in der Praxis bei der Unternehmensbewertung auftreten können. Grob gesprochen lassen sich aus unserer Erfahrung die wesentlichen Bewertungsfehler auf drei Komponenten zusammenfassen:

- Fehler bei der Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung;
- Fehler bei der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten und
- Fehler bei der Anwendung der Bewertungsmodelle.

10.1 Fehler bei der Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung

10.1.1 Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Aus unserer Erfahrung sind ohne eine saubere Abgrenzung des Bewertungsobjekts die zugehörigen Zahlungsströme, aber auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen und die nicht betriebsnotwendigen Schulden nicht genau zu bestimmen. Das berührt sowohl die Vergangenheitsanalyse als auch die Prognose der Zahlungsströme.³⁵⁵

Speziell bei personenbezogenen, von den Eigentümern dominierten Unternehmen wird in der Praxis oft bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts eine korrekte Trennung zwischen betrieblicher und privater Sphäre unterlassen. Im Rahmen der Unternehmensbewertung muss jedoch zwingend eine Identifikation von nicht bilanziertem, aber betriebsnotwendigem Vermögen erfolgen. 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) in der Bewertung berücksichtigt werden.

Weiters sind aus unserer Erfahrung bei Klein- und Mittelunternehmen die persönlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und Beziehungen sowie das persönliche Engagement

³⁵⁵ Vgl. Ballwieser (2007) 207.

! Tipp

Die Vergangenheitsanalyse stellt aus unserer Erfahrung einen wesentlichen Bestandteil der Unternehmensbewertung dar und soll auf Grundlage der (geprüften) Jahresabschlüsse und der internen Ergebnisrechnungen der drei Vergangenheitsjahre vor dem Bewertungsstichtag erfolgen. Die Vergangenheitsdaten sind um einmalige, aperiodische und außerordentliche Aufwendungen und Erträge zu bereinigen, um eine Vergleichbarkeit mit der Planungsrechnung zu gewährleisten.

Bestandteile der Planungsrechnung sollten zumindest Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzpläne sein, die integriert erstellt wurden. Die Planungsrechnung selbst sollte zumindest in eine Detailplanungsphase und eine Rentenphase unterteilt werden.

Die Rendite aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge in der Rentenphase entspricht grundsätzlich langfristig den Kapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens (Konvergenzannahme).

10.2 Fehler bei der Berechnung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten

Bei der Ermittlung der Kapitalkosten müssen die Parameter der Weighted Average Cost of Capital (WACC) den Eigenschaften der Freien Cash-Flows des zu bewertenden Unternehmens entsprechen. Die Berechnung des WACC erfolgt unter Anwendung folgender Gleichung:³⁶⁰

Formel

$$WACC = r_E \frac{EK}{EK + FK} + r_D \frac{FK}{EK + FK} (1 - t)$$

Für detaillierte Erläuterungen zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten sei auf das „Kapitel 3 – Die Weighted Average Cost of Capital (WACC)“ verwiesen.

! Achtung

Folgende wesentliche Fehler werden in der Bewertungspraxis häufig bei Unternehmensbewertungen festgestellt:

- Die Berücksichtigung der geforderten Rendite erfolgt auf Basis von Buchwerten anstelle von Marktwerten (vgl Tz 10.2.1)
- Ansatz von Zielkapitalquoten (vgl Tz 10.2.2)
- WACC berücksichtigt nicht zur Gänze die Opportunitätskosten und die Renditeforderungen der Kapitalgeber (vgl Tz 10.2.3 und 10.2.4)

³⁶⁰ Vgl Mandl/Rabel (1997) 314; Steiner/Bruns (2007) 251; Guserl/Pernsteiner (2011) 127.