

Fachgutachten

des **Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation** des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der **Kammer der Wirtschaftstreuhänder** zur

Unternehmensbewertung

(beschlossen am 27.2.2006)

Inhaltsübersicht

Seite

1. Vorbemerkungen	4
2. Grundlagen	4
2.1. Bewertungsobjekte	4
2.2. Bewertungssubjekte	5
2.3. Inhalt des Unternehmenswerts	5
2.4. Bewertungsanlässe	5
2.5. Bewertungszwecke - Funktionen des Wirtschaftstreuhanders	6
3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten	7
3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks	7
3.2. Stichtagsprinzip	7
3.3. Ableitung des Unternehmenswerts aus künftigen finanziellen Überschüssen.....	7
3.4. Betriebsnotwendiges Vermögen	7
3.5. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	8
3.6. Berücksichtigung von Ertragsteuern	8
3.7. Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips	9
3.8. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen	9
4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse	9
4.1. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts	9
4.1.1. Unternehmenskonzept	9
4.1.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen	10
4.1.3. Managementfaktoren	10
4.1.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern	10
4.2. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts	11
4.2.1. Unternehmenskonzept	11
4.2.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen	11

4.2.3. Managementfaktoren	11
4.2.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern	12
4.3. Prognose der finanziellen Überschüsse	12
4.3.1. Überblick	12
4.3.2. Informationsbeschaffung	12
4.3.3. Vergangenheitsanalyse	12
4.3.4. Planung und Prognose (Phasenmethode)	13
4.3.5. Plausibilitätsbeurteilung	14
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse	14
5.1. Grundlagen	14
5.2. Berücksichtigung des Risikos	14
5.3. Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes	15
5.3.1. Überblick	15
5.3.2. Basiszinssatz	15
5.3.3. Risikozuschlag	16
5.3.4. Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse	16
5.3.5. Berücksichtigung von Ertragsteuern	17
5.4. Netto- oder Bruttokapitalisierung	18
6. Bewertungsverfahren	18
6.1. Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Verfahren	18
6.2. Ertragswertverfahren	18
6.2.1. Grundsätzliches Vorgehen	18
6.2.2. Kapitalisierungszinssatz bei Ermittlung eines Objektivierten Unternehmenswerts	19
6.2.3. Kapitalisierungszinssatz bei Ermittlung eines Subjektiven Unternehmenswerts	19
6.3. DCF-Verfahren	19
6.3.1. Grundsätzliches	19
6.3.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz)	20
6.3.2.1. Das Konzept der gewichteten Kapitalkosten WACC-Konzept)	20
6.3.2.2. Das Konzept des angepassten Barwerts (APV-Konzept)	22
6.3.3. Nettoverfahren (Equity-Ansatz)	23
6.4. Übergewinnverfahren	23
6.5. Liquidationswert	23
7. Anhaltspunkte für Plausibilitätsbeurteilungen	24
7.1. Börsenkurse	24
7.2. Multiplikatormethoden	24
8. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen	24
8.1. Wachstumsunternehmen	24
8.2. Ertragsschwache Unternehmen	25
8.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag	25
8.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen	25
8.5. Kleine und mittlere Unternehmen	26

8.5.1. Kennzeichen	26
8.5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts	26
8.5.3. Bestimmung des Unternehmerlohns	27
8.5.4. Eingeschränkte Informationsquellen	27
8.5.4.1. Fehlende oder mangelhafte Planungsrechnung	27
8.5.4.2. Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten	27
9. Bewertung von Unternehmensanteilen	28
10. Dokumentation und Berichterstattung	29
10.1. Dokumentation des Auftrags	29
10.2. Arbeitspapiere	29
10.3. Vollständigkeitserklärung	29
10.4. Bewertungsgutachten	30

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 27.2.2006 das vorliegende Fachgutachten beschlossen, welches das Fachgutachten KFS/BW1 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 Klein- und Mittelunternehmen zu berücksichtigen.¹

(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.

2. Grundlagen

2.1. Bewertungsobjekte

(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.

¹⁾ Bei der Erarbeitung dieses Fachgutachtens hat sich der Fachsenat an verschiedenen Formulierungen des deutschen IDW-Standards S 1 "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" vom 18.10.2005 orientiert.

(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.

(7) Das Bewertungsobjekt umfasst auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen.

2.2. Bewertungssubjekte

(8) Unternehmen sind immer aus der Sicht einer Partei oder mehrerer Parteien zu bewerten. Diese Parteien werden als Bewertungssubjekte bezeichnet.

2.3. Inhalt des Unternehmenswerts

(9) 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). Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem Kapitalisierungszinssatz, der der Rendite einer adäquaten Alternativanlage entspricht.

(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.

(11) Die Untergrenze für den Unternehmenswert bildet grundsätzlich der Liquidationswert (vgl. Abschn. 6.5.).

2.4. Bewertungsanlässe

(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 - Funktionen des Wirtschaftstreuhanders

(13) Aus der Gesamtheit der in der Realität vorkommenden Bewertungsanlässe können für die Praxis des Wirtschaftstreuhanders folgende bedeutsame Zwecksetzungen abgeleitet werden:

- Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten
- Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten
- Ermittlung von Schiedswerten

(14) Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Bewertung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektiverungen nach dem Zweck der für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen.

(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.

(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.

(17) Der Wirtschaftstreuhanders kann in der Funktion eines neutralen Gutachters, eines Beraters einer Partei oder eines Schiedsgutachters/Vermittlers tätig werden.

3. Grundsätze der Ermittlung von Unternehmenswerten

3.1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

(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 Wirtschaftstreuhand tätig wird, festgelegt werden.

3.2. Stichtagsprinzip

(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.

(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 aus dem Bewertungszweck ergibt.

3.3. Ableitung des Unternehmenswerts aus künftigen finanziellen Überschüssen

(21) Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner resultieren vor allem aus der Ausschüttung (Entnahme) der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse abzüglich allfälliger Einlagen (Zahlungsstromorientierung). Die Grundlage der Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse bildet eine integrierte Planungsrechnung (Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzpläne).

3.4. Betriebsnotwendiges Vermögen

(22) Das betriebsnotwendige Vermögen umfasst die Gesamtheit jener immateriellen und materiellen Gegenstände sowie Schulden, die dem Unternehmen für seine Leistungserstellung notwendigerweise zur Verfügung stehen.

(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.

(24) Dem Substanzwert, verstanden als Rekonstruktionszeitwert (Vermögen abzüglich Schulden) des betriebsnotwendigen Vermögens, kommt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.

3.5. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

(25) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind (z.B. betrieblich nicht genutzte Grundstücke und Gebäude oder Überbestände an liquiden Mitteln).

(26) Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt grundsätzlich zum Barwert der daraus resultierenden künftigen Nettozuflüsse. Untergrenze ist der Liquidationswert.

3.6. Berücksichtigung von Ertragsteuern

(27) Im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts wird grundsätzlich auf die künftigen für das Bewertungsobjekt 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.

(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.

(29) Bei der Bewertung von Einzelunternehmen oder Personengesellschaften aus dem Blickwinkel natürlicher Personen sind die finanziellen Überschüsse um die beim jeweiligen Bewertungsobjekt entstehende Einkommensteuerbelastung, die aus den steuerpflichtigen Einkünften aus dem zu bewertenden Unternehmen resultiert, zu kürzen.

(30) Die in die Bewertung einfließenden Unternehmens- und Alternativ-erträge 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.

(31) Zur Berücksichtigung von transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen wird auf Abschn. 3.8. verwiesen.

3.7. Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips

(32) Das in den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften enthaltene Vorsichtsprinzip ist bei der Unternehmensbewertung nicht zu beachten.

3.8. Berücksichtigung von Transaktionskosten und transaktionsbedingten Ertragsteuerwirkungen

(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.

(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.

4. Ermittlung der künftigen finanziellen Überschüsse

4.1. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts

4.1.1. Unternehmenskonzept

(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.

4.1.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

(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).

4.1.3. Managementfaktoren

(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).

(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.

4.1.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern

(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.

(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 Alternativenanlage 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.).

4.2. Finanzielle Überschüsse bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts

4.2.1. Unternehmenskonzept

(42) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts (Entscheidungswerts) ersetzt der Wirtschaftstreuhandler 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 Bewertungsobjekts (Käufer bzw. Verkäufer) einzubeziehen.

4.2.2. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

(43) Die Annahmen über die künftige Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik (Kapitalstruktur) sind auf Basis der Vorgaben bzw. Vorstellungen des Bewertungsobjekts unter Beachtung rechtlicher Restriktionen (z.B. gesetzlicher oder vertraglicher Ausschüttungsbeschränkungen) zu treffen.

4.2.3. Managementfaktoren

(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.

(45) Die Preisuntergrenze eines potenziellen Verkäufers berücksichtigt nicht nur die übertragbare Ertragskraft des Bewertungsobjekts, sondern z.B. auch persönliche Managementfaktoren.

4.2.4. Berücksichtigung von Ertragsteuern

(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 Bewertungsobjekts zu ermitteln. Rechtsformänderungen sind auf Basis der Vorgaben bzw. Vorstellungen des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen.

4.3. Prognose der finanziellen Überschüsse

4.3.1. Überblick

(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.

4.3.2. Informationsbeschaffung

(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.

(49) Vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen dienen als Orientierungsgrundlage für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätskontrollen.

(50) Der Wirtschaftstreuhandler hat die Vollständigkeit und die Verlässlichkeit der verwendeten Planungsunterlagen zu beurteilen.

4.3.3. Vergangenheitsanalyse

(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.

(52) 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 (z.B. Entwicklungen in politischer, rechtlicher, ökonomischer, technischer, ökologischer und sozialer Hinsicht).

4.3.4. Planung und Prognose (Phasenmethode)

(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 stichtags-orientierten Unternehmensanalyse sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse abzuleiten. Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.

(54) Da mit zunehmender Entfernung vom Bewertungsstichtag der Grad der Prognosesicherheit abnimmt, werden - bei unterstellter unbegrenzter Lebensdauer des Unternehmens - die finanziellen Überschüsse in der Regel in mehreren Phasen geplant und prognostiziert (Phasenmethode). 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.

(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. 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.

(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.

(57) Bei erheblicher Unsicherheit erscheint es empfehlenswert, mehrere mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintreffens gewichtete Ergebnisreihen darzustellen, aus denen Ergebnisbandbreiten abgeleitet werden.

4.3.5. Plausibilitätsbeurteilung

(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 Finanzierungsannahmen zutreffend gewählt sind. Für die Beurteilung der Verlässlichkeit der Prognose der finanziellen Überschüsse kann auch ein Soll-Ist-Vergleich von in der Vergangenheit vom Unternehmen erstellten Planungsrechnungen dienlich sein.

5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

5.1. Grundlagen

(59) Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus der Kapitalisierung der künftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner unter Verwendung eines dem angewendeten Bewertungsverfahren entsprechenden Kapitalisierungszinssatzes.

(60) Bei unbegrenzter Lebensdauer entspricht der Unternehmenswert grundsätzlich dem Barwert der künftig den Eignern für eine unbegrenzte Zeit zufließenden finanziellen Überschüsse.

(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).

5.2. Berücksichtigung des Risikos

(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 Behaltdauer auszugehen ist.

(63) Zum allgemeinen Unternehmensrisiko gehören Unwägbarkeiten genereller Art wie nicht absehbare Entwicklungen aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens.

(64) Das spezielle Unternehmensrisiko ist das auf ein bestimmtes Unternehmen bezogene Risiko. Hierzu 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.

(65) Wegen der Problematik einer eindeutigen Abgrenzung zwischen dem unternehmens-spezifischen und dem allgemeinen Unternehmensrisiko ist das gesamte Unternehmensrisiko einheitlich entweder in Form der Sicherheits-äquivalenzmethode 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.

5.3. Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes

5.3.1. Überblick

(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.

5.3.2. Basiszinssatz

(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.

5.3.3. Risikozuschlag

(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.

(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 Marktisikoprämie mit dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor. Marktisikoprämien und unternehmensindividuelle Beta-Faktoren werden von Finanzdienstleistern erhoben bzw. können einschlägigen Publikationen entnommen werden. Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren bzw. Risikoprämien für vergleichbare Unternehmen oder für Branchen herangezogen werden.

(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. Veränderungen in der Kapitalstruktur erfordern daher eine Anpassung der Risikoprämie.

(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.

(73) Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM bestimmt, repräsentiert der Kapitalisierungszinssatz die Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber).

5.3.4. Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse

(74) Die künftigen finanziellen Überschüsse können nominell oder real geplant werden. Bei korrekter Anwendung führen beide Vorgangsweisen zum selben Ergebnis. Der Nominalrechnung wird in Theorie und Praxis der Vorzug gegeben.

(75) Die finanziellen Überschüsse werden u.a. durch Preisänderungen (welcher Art immer) beeinflusst. Ursachen für Veränderungen der nominalen finanziellen Überschüsse können neben Preisänderungen auch Mengen- und Strukturänderungen (Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) sein. Für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums kann daher die erwartete Geldentwertungsrate (die auch im landesüblichen risikolosen Zinssatz enthalten ist) nicht allein maßgebend sein.

(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 nominalen Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag zu kapitalisieren.

(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 nominalen Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen. Die weitere Abzinsung auf den Bewertungsstichtag hat mit dem nominalen Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen.

5.3.5. Berücksichtigung von 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.

(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.

(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 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.

5.4. Netto- oder Bruttokapitalisierung

(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.

(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. In der zweiten Stufe wird durch den Abzug des Marktwerts des verzinslichen Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals als Unternehmenswert ermittelt.

(84) Der Bruttokapitalisierung entsprechen das Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Konzept und das Adjusted Present Value (APV)-Konzept als Varianten der DCF-Verfahren.

6. Bewertungsverfahren

6.1. Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Verfahren

(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. Die Ausführungen in den Abschnitten 2. bis 5. gelten sowohl für das Ertragswert- als auch für die DCF-Verfahren.

6.2. Ertragswertverfahren

6.2.1. Grundsätzliches Vorgehen

(86) Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Kapitalisierung der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner.

6.2.2. Kapitalisierungszinssatz bei Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts

(87) Als Kapitalisierungszinssatz ist die Rendite jener Alternativenanlage heranzuziehen, die dem Zahlungsstrom des zu bewertenden Unternehmens hinsichtlich Laufzeit, Risiko und Verfügbarkeit äquivalent ist. Dabei ist typischerweise 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 Alternativenanlage in Aktien grundsätzlich allen Anteilseignern zur Verfügung steht.

(88) Unter der typisierenden Annahme einer Alternativenanlage 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.

6.2.3. Kapitalisierungszinssatz bei Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts

(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.

6.3. DCF-Verfahren

6.3.1. Grundsätzliches

(90) Die DCF-Verfahren ermitteln den Unternehmenswert durch Kapitalisierung von Cash-Flows, 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.).

(91) Die DCF-Verfahren erfordern Informationen bzw. Annahmen über die Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber). Dazu wird in der Regel das CAPM herangezogen.

6.3.2. Bruttoverfahren (Entity-Ansatz)

6.3.2.1. Das Konzept der gewichteten Kapitalkosten (WACC-Konzept)

Vorgangsweise

(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 (Unternehmenswert) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.

(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.

(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.

Ermittlung der künftigen Free Cash-Flows

(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):

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)

(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) abzuziehen.

(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)

(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 werden nicht berücksichtigt. Die Plausibilität der (implizit) getroffenen Annahmen und die Eignung dieser Vorgangsweise zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts sind durch den Wirtschaftstreuhandler zu würdigen.

(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.

(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.

Ermittlung des WACC

(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 Cash-Flow die Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen nicht berücksichtigt wird. Zur Ermittlung der dem Verschuldungsgrad entsprechenden Eigenkapitalkosten vgl. die Ausführungen im Abschn. 5.3.

(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.

(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 erforderlichen aufwendigeren Berechnungen kann es in derartigen Fällen zweckmäßig sein, anstelle des WACC-Konzepts das APV-Konzept oder den Equity-Ansatz anzuwenden.

6.3.2.2. Das Konzept des angepassten Barwerts (APV-Konzept)

(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 Kapitalisierung mit $r(EK)_U$
 + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 = Marktwert des unverschuldeten Unternehmens
 + Marktwertenerhöhung 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

(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.

(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 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.

6.3.3. Nettoverfahren (Equity-Ansatz)

(107) Beim Nettoverfahren werden die Nettozuflüsse an die Unternehmens-eigner (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.

(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.

6.4. Übergewinnverfahren

(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.

6.5. Liquidationswert

(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.

(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.

7. Anhaltspunkte für Plausibilitätsbeurteilungen

7.1. Börsenkurse

(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.

7.2. Multiplikatormethoden

(113) Preisfindungen mittels ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierter Multiplikatoren können im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten.

(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.

8. Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen

8.1. Wachstumsunternehmen

(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.

(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.

(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.).

8.2. Ertragsschwache Unternehmen

(118) Die Ertragsschwäche eines Unternehmens zeigt sich darin, dass seine Rentabilität nachhaltig geringer ist als der Kapitalisierungszinssatz.

(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 Wirtschaftstreuhandler diese Maßnahmen hinsichtlich ihrer Plausibilität und Realisierbarkeit kritisch zu beurteilen.

8.3. Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag

(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).

(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.

8.4. Unternehmen mit negativen finanziellen Überschüssen

(122) Ergibt die Unternehmensplanung negative 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.

(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.

8.5. Kleine und mittlere Unternehmen

8.5.1. Kennzeichen

(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 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.

8.5.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

(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 bilanzierendem, 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.B. durch den Ansatz von Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen) berücksichtigt werden.

(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.

8.5.3. Bestimmung des Unternehmerlohns

(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 diese Erfolgsfaktoren durch einen angemessenen Unternehmerlohn berücksichtigt werden. Soweit Familienangehörige des Eigners (der Eigner) im Unternehmen unentgeltlich tätig sind, ist ein angemessener Lohnaufwand anzusetzen.

8.5.4. Eingeschränkte Informationsquellen

8.5.4.1. Fehlende oder mangelhafte Planungsrechnung

(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 Finanzprognose 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 Wirtschaftstreuhandler sind gegebenenfalls entsprechende Anpassungen vorzunehmen.

(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 Wirtschaftstreuhandler hat auf das Fehlen oder die Mangelhaftigkeit der Planungsrechnung und die damit verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Ergebnisses im Bewertungsgutachten hinzuweisen.

8.5.4.2. Analyse der Ertragskraft auf Basis von Vergangenheitsdaten

(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 Wirtschaftstreu-

händer 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 zu treffend widerspiegeln.

(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 Vergangenheit außerordentlich günstige oder ungünstige Konjunkturverhältnisse vorlagen und künftig mit Änderungen der Konjunkturlage gerechnet werden muss,
- wenn sich die Wettbewerbsverhältnisse auf den Beschaffungs- oder Absatzmärkten gegenüber den Vergleichsjahren wesentlich verändert haben,
- wenn damit gerechnet werden muss, dass wesentliche Änderungen bei den Führungskräften und im Mitarbeiterstab des Unternehmens eintreten werden, und
- wenn in den Vergleichsjahren der Vergangenheit entweder besonders intensiv und mit konkreter Aussicht auf erfolgsbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.

9. Bewertung von Unternehmensanteilen

(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.

(133) Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu prüfen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.

(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.

10. Dokumentation und Berichterstattung

10.1. Dokumentation des Auftrags

(135) Bei Beginn der Arbeiten zu einer Unternehmensbewertung soll der Wirtschaftstreuhandler einen schriftlichen Auftrag mit folgendem Mindestinhalt einholen:

Auftraggeber, Auftragnehmer, Auftragsbedingungen, Bewertungsobjekt, Bewertungsanlass, Bewertungszweck, Funktion des Wirtschaftstreuhandlers, Bewertungsstichtag, eventuelle Weitergabebeschränkungen für das Bewertungsgutachten, Hinweis auf die Einholung einer Vollständigkeitserklärung vor Ausfertigung des Bewertungsgutachtens.

10.2. Arbeitspapiere

(136) Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten sind die berufüblichen 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.

10.3. Vollständigkeitserklärung

(137) Der Wirtschaftstreuhandler 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.

10.4. Bewertungsgutachten

(138) Das Bewertungsgutachten hat Aussagen zu folgenden Punkten zu enthalten:

- Auftrag (siehe Abschn. 10.1.),
- Beschreibung des Bewertungsobjekts, insbesondere in wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht,
- erhaltene und verwendete Unterlagen (einschließlich Gutachten Dritter) sowie sonstige verwendete Informationen,
- Entwicklung des Bewertungsobjekts in der Vergangenheit und Vergangenheitsanalyse,
- Planungs- und Prognoserechnungen,
- Plausibilitätsbeurteilung der Planung,
- angewandte Bewertungsmethode und Begründung ihrer Anwendung,
- Bewertungsschritte und Plausibilitätsbeurteilungen,
- Darstellung und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens,
- Bewertungsergebnis.

(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 geheimhaltungsbefürhtigen Daten angeführt werden.