

WP StB Dr. Klaus Rabel, CVA

# Die Neufassung des österreichischen Fachgutachtens KFS/BW1



**Dr. Klaus Rabel** ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater und Partner bei BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft. Er ist Fachautor und Vortragender auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung sowie stv. Vorsitzender der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung und des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder.

## I. Einleitung

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat am 26.03.2014 die Neufassung des Fachgutachtens zur Unternehmensbewertung KFS/BW1 beschlossen. Der neue Standard ersetzt das Fachgutachten KFS/BW1 aus dem Jahr 2006 und ist auf Bewertungsgutachten anzuwenden, die nach dem 30.06.2014 erstattet werden.

Die Überarbeitung war von der Zielsetzung getragen, die Bewertungsergebnisse realitätsgerecht ausfallen zu lassen. In diesem Sinne liegt ein Schwerpunkt der Neuerungen in den Vorgaben für die Planung der finanziellen Überschüsse, die Beurteilung der Plausibilität der Planung und die Ermittlung des Terminal Value. Daneben müssen Bewertungsergebnisse, die mit Hilfe eines sog. Diskontierungsverfahrens (Ertragswert- oder DCF-Verfahren) ermittelt wurden, verpflichtend einer Plausibilitätsbeurteilung unterzogen werden. Dadurch wird insbesondere die Stellung der Multiplikatorverfahren aufgewertet.

Der neue Aufbau des Fachgutachtens orientiert sich primär an den Bewertungsmethoden. Das Kernstück bildet Abschnitt 4, der Aussagen zur Bewertung mit Hilfe von Diskontierungsverfahren trifft. Nach einer allgemeinen Beschreibung der DCF-Verfahren und des Ertragswertverfahrens werden hier Vorgaben für die Ermittlung der bewertungsrelevanten Cashflows und deren Diskontierung festgelegt. In Abschnitt 5 widmet sich der neue Standard erstmals ausführlich der Plausibilitätsbeurteilung durch Multiplikatorverfahren, bevor in Abschnitt 6 Aussagen zum Liquidationswert getroffen werden.

Im Folgenden werden wesentliche Neuerungen im Einzelnen erörtert, wobei sich die Reihenfolge am Aufbau des Fachgutachtens orientiert. Verweise auf Randzahlen beziehen sich grds. auf die Neufassung des KFS/BW1.

## II. Grundlagen

### 1. Bewertungsverfahren

In Abschnitt 2.3 des neuen Fachgutachtens werden nunmehr unter der Überschrift „Bewertungsver-

fahren“ DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren als „Diskontierungsverfahren“ bezeichnet und gleichrangig neben Marktpreis-orientierten Verfahren (Multiplikatorverfahren) genannt, bevor auf den Liquidationswert als grundsätzliche Wertuntergrenze hingewiesen wird. Die in Rz. 9 des Fachgutachtens KFS/BW1 aus 2006 bzw. in Tz. 4 des IDW S 1 enthaltene generelle Vorrangstellung des Zukunftserfolgs werts,

*wonach sich der Unternehmenswert unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele aus dem Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden, ermittelt,*

wurde in die Neufassung des Standards nicht übernommen.

### 2. Objektivierter Unternehmenswert

Das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts, das im Grundsatz jenem des Standards IDW S 1 entspricht, bildet auch nach der Neufassung das Herzstück des Fachgutachtens KFS/BW1. Nach Rz. 16 ist der objektivierter Unternehmenswert weiterhin mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens zu ermitteln. Allerdings ist das nach einem Diskontierungsverfahren ermittelte Bewertungsergebnis nunmehr nach Rz. 17 zwingend einer Plausibilitätsbeurteilung zu unterziehen. Sie hat bei börsennotierten Unternehmen bzw. bei Unternehmen, für die Informationen über realisierte Transaktionspreise in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag vorliegen, zwingend durch eine Analyse der Börsenkurse bzw. der Transaktionspreise zu erfolgen. Ansonsten kann die Plausibilitätsbeurteilung insbesondere durch Anwendung eines Multiplikatorverfahrens erfolgen. Bemerkenswert erscheint hier auch die verpflichtende Einbeziehung von Transaktionspreisen (Vorerwerbspreisen), die bislang in den Bewertungsstandards in Österreich und Deutschland unberücksichtigt geblieben waren.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Zur Bedeutung von Vorerwerbspreisen bei Abfindungen s. Hachmeister/Ruthardt, DB 2014 S. 1690 f.

Bei sehr kleinen Unternehmen, die die Buchführungsgrenze des § 189 Abs. 1 Ziffer 2 UGB nicht überschreiten,<sup>2</sup> kann der objektivierte Unternehmenswert unter bestimmten Voraussetzungen vereinfachend allein durch Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden. Diese von Kostenüberlegungen getragene Möglichkeit, auf die Anwendung von Diskontierungsverfahren bei Kleinstunternehmen zu verzichten, setzt nach Rz. 18 allerdings voraus, dass sich über die auf das Bewertungsobjekt anzuwendenden Erfahrungssätze eine feste allgemeine Verkehrsauffassung gebildet hat<sup>3</sup> und die Anwendung dieser Erfahrungssätze nach der Einschätzung des Wirtschaftstreuhanders mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Wertermittlung darstellt.

Für die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte sieht auch die Neufassung des Fachgutachtens in Abschnitt 4 eine Reihe von Standard-Typisierungen für die Ableitung der bewertungsrelevanten Cashflows und deren Diskontierung vor. Nach Rz. 16 ist allerdings bei rechtlichen Vorgaben für die Wertermittlung weiterhin ein Abweichen von diesen Standard-Typisierungen nach Maßgabe der jeweils relevanten rechtlichen Regelungen geboten.<sup>4</sup> Die im IDW-Standard S 1 vorgesehene Unterscheidung zwischen mittelbarer und unmittelbarer Typisierung bleibt dem Fachgutachten KFS/BW1 jedoch weiterhin fremd.

### 3. Subjektiver Unternehmenswert

Auch der subjektive Unternehmenswert ist nach der Neufassung des Fachgutachtens weiterhin mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens zu ermitteln (Rz. 19). Analog zum objektivierten Unternehmenswert ist das Bewertungsergebnis zwingend einer Plausibilitätsbeurteilung zu unterziehen.

## III. Bewertung mit Diskontierungsverfahren

### 1. DCF-Verfahren und Ertragswertverfahren

Abschnitt 4.1 des neuen Fachgutachtens enthält eine Beschreibung der DCF-Verfahren (Entity-

<sup>2</sup> Buchführungspflicht besteht bei jährlichen Umsatzerlösen von mehr als € 700.000.

<sup>3</sup> Der Begriff der festen allgemeinen Verkehrsauffassung wurde der Rspr. zum Ansatz von Firmenwerten im Erbschaftssteuerrecht entlehnt. Vgl. näher *Fellner*, taxlex 2007 S. 108.

<sup>4</sup> Zu dieser Mehrdimensionalität des objektivierten Unternehmenswerts nach KFS/BW1 vgl. *Rabel*, in: Königsmaier/Rabel (Hrsg.), Unternehmensbewertung (FS Mandl), 2010, S. 521 f.

Ansatz mit WACC- und APV-Verfahren sowie Equity-Ansatz) und des Ertragswertverfahrens. Für die vereinfachte Anwendung des WACC-Verfahrens durch Vorgabe einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur fordert Rz. 42 nunmehr die Offenlegung der im Zeitablauf implizit unterstellten Anpassungen der Bestände des verzinslichen Fremdkapitals sowie der aus dieser Finanzierungspolitik resultierenden Flows to Equity für die einzelnen Perioden im Bericht und die Beurteilung der Plausibilität dieser Annahmen durch den Wirtschaftstreuhänder.

Für das APV-Verfahren sah das Fachgutachten KFS/BW1 aus 2006 noch die Diskontierung der Tax Shields mit dem risikolosen Zinssatz vor. Nach Rz. 44 der Neufassung ist zur Diskontierung der Tax Shields ein risikoadäquater Zinssatz zu verwenden, so dass nunmehr auch die Fremdkapitalkosten oder die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen als Diskontierungssätze infrage kommen.<sup>5</sup> Die diesbezüglich getroffenen Annahmen sind im Bewertungsgutachten zu erläutern und zu begründen.

Nach Rz. 49 entspricht das Ertragswertverfahren bei identen Annahmen betreffend die finanziellen Überschüsse und die Ableitung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber dem Equity-Ansatz der DCF-Verfahren.<sup>6</sup>

### 2. Planung der finanziellen Überschüsse

#### a) Drei-Phasen-Modell

Als Grundlage der Unternehmensbewertung ist nach Rz. 58 weiterhin eine integrierte Planungsrechnung heranzuziehen. Abweichend von den bisherigen Vorgaben sieht die Neufassung des Standards nunmehr ein Drei-Phasen-Modell mit einer Detailplanungsphase (Phase I), einer Grobplanungsphase (Phase II) und einer Rentenphase (Phase III) vor.

Die neu eingeführte Grobplanungsphase soll die Plausibilität der Annahme, das Unternehmen befinde sich zum Planungshorizont in einem Gleichgewichts- und Beharrungszustand (Steady State), sicherstellen. Nach Rz. 61 können z.B. nicht abgeschlossene Investitionszyklen, längerfristige Produktlebenszyklen, überdurchschnittliche Wachstumsraten, Steuereffekte oder andere Sondereffekte eine Grobplanungsphase erfordern. In der

<sup>5</sup> Vgl. ausführlich *Enzinger/Kofler*, in: Königsmaier/Rabel (Hrsg.), Unternehmensbewertung (FS Mandl), 2010, S. 195 ff.

<sup>6</sup> Vgl. IDW S 1 Tz 101; *IDW*, WP-Handbuch 2014, Band II, 2014, S. 53.

Grobplanungsphase kann sich die Modellierung auf die Entwicklung der wesentlichen unternehmensspezifischen Werttreiber beschränken, während die übrigen Bewertungsfaktoren pauschal fortgeschrieben werden.

In Verbindung mit den neuen Vorgaben zur Abschätzung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase wird die Grobplanungsphase in der Praxis häufig dazu dienen, die zu erwartende Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des Unternehmens unter Berücksichtigung von Konvergenzprozessen bzw. eines allfälligen Abbaus von Überrenditen transparent darzustellen.<sup>7</sup>

### b) Cashflows in der Rentenphase

Die Neufassung des Fachgutachtens bringt in Rz. 64 wesentliche Neuerungen für die Ermittlung des Terminal Value, indem

- eine Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens und
- die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung

gefordert werden. Damit vollzieht das neue Fachgutachten einen konzeptionellen Wandel.<sup>8</sup> Während bisher die Entwicklung von Zukunftserfolgsgrößen im Mittelpunkt stand, liegt der Fokus nunmehr auf den diese Zukunftserfolgsgrößen determinierenden Werttreibern: Rentabilität und Wachstum.<sup>9</sup>

Im Rahmen der Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus hat der Wirtschaftstreuhänder die dafür relevanten Einflussfaktoren wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) zu berücksichtigen. Dies zwingt zu einer Auseinandersetzung mit der strategischen Ausgangsposition des zu bewertenden Unternehmens und zu einer Analyse der branchen- und unternehmensspezifischen Einflussfaktoren auf die Rentabilitätsenerwartungen. Nach Rz. 64 kann bei der Beurteilung des langfristigen Rentabilitätsniveaus in der Rentenphase im Rahmen der sog. „Konvergenzannahme“ vereinfachend unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmensteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten (vor persönlichen Steuern) entspricht. Da der Kapitalwert

von Investitionen, die eine Rendite (nach Unternehmensteuern) genau i.H.d. Kapitalkosten erbringen, gleich Null ist, führt diese Annahme im Ergebnis dazu, dass die im Rahmen der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge getätigten Nettoinvestitionen zu keiner Erhöhung des Unternehmenswerts führen bzw. den Unternehmenswert unverändert lassen. Inhaltlich entspricht diese Annahme der bereits im Fachgutachten aus 2006 Rz. 37 enthaltenen Typisierung der „kapitalwertneutralen Veranlagung“ bzw. der Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung thesaurierter Beträge nach IDW S 1 Tz. 37. Anders als der Standard IDW S 1 lässt die Neufassung des Fachgutachtens KFS/BW1 jedoch ein Abgehen von dieser typisierenden Annahme auch im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte zu. Werden abweichend von der Konvergenzannahme auch in der Rentenphase nachhaltige Überrenditen unterstellt, sind die dafür maßgeblichen Gründe nach Rz. 64 im Gutachten zu erläutern.

In Rz. 64 wird ferner ausdrücklich die Konsistenz der für die Rentenphase getroffenen Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung gefordert. Die Anwendung konsistenter Wachstumsmodelle soll insbesondere die Berücksichtigung des wachstumsbedingten Thesaurierungsbedarfs sicherstellen und Überschätzungen des Terminal Value etwa durch Verwendung der sog. „aggressive growth formula“<sup>10</sup> verhindern. Das Erfordernis der Berücksichtigung des wachstumsbedingten Thesaurierungsbedarfs gilt unabhängig davon, ob inflationsbedingtes („organisches“) oder thesaurierungsbedingtes Wachstum unterstellt wird.<sup>11</sup> Im Ergebnis führt diese Konsistenzanforderung u.a. dazu, dass – entgegen der bislang weit verbreiteten Praxis – die Wachstumsrate und die Cash-flows in der Rentenphase nicht unabhängig voneinander festgelegt werden können.<sup>12</sup>

### c) Insolvenzzrisiken

Nach Rz. 67 ist bei der Ermittlung der Erwartungswerte der Cashflows nunmehr zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzzrisiken ausgesetzt ist. Dazu wird erläutert, dass die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzzrisiken durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, die u.a. aus Ratings abgeleitet werden können, erfolgen kann. Ob Insol-

<sup>7</sup> Vgl. *Rabel*, RWZ 2014 S. 219.

<sup>8</sup> Vgl. *Rabel*, a.a.O. (Fn. 7), S. 223.

<sup>9</sup> Zum konzeptionellen Wandel durch die Anwendung von Konvergenz-Verfahren vgl. *Weiler*, Verbesserung der Prognosegüte bei der Unternehmensbewertung, 2005, S. 209.

<sup>10</sup> Vgl. *Koller/Goedhart/Wessels*, Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 5. Aufl. 2010, S. 225.

<sup>11</sup> Vgl. *Rabel*, a.a.O. (Fn. 7), S. 223. Das Erfordernis auch einer inflationsbedingten Wachstumsthesaurierung bejahend *IDW*, WP-Handbuch 2014, Band II, 2014, S. 140.

<sup>12</sup> So bereits *Stellbrink*, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 132.

venzrisiken berücksichtigt werden müssen, hängt daher einerseits davon ab, inwieweit sie bereits in die Ableitung der Erwartungswerte der Cashflows eingeflossen sind und andererseits davon, ob ihnen überhaupt Bewertungsrelevanz zukommt.<sup>13</sup> Zu diesem Fragenkomplex wird eine Stellungnahme der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats erwartet.<sup>14</sup>

#### d) Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

Für die Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte wurde in Rz. 80 präzisiert, dass in der Detailplanungsphase von der Ausschüttung jener Cashflows auszugehen ist, die weder für Investitionen noch für Fremdkapitaltilgungen benötigt werden und unter Berücksichtigung rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Dadurch soll der Ansatz von Excess Cash-Beständen in Planungsrechnungen eingedämmt werden.

#### e) Ertragsteuern

Anders als der Standard IDW S 1 sah bereits das Fachgutachten KFS/BW1 aus 2006 für die Bewertung von KapGes. generell die Möglichkeit des Verzichts auf die Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner vor. Die Neufassung des Fachgutachtens erweitert den Anwendungsbereich dieser Vereinfachung auf Einzelunternehmen und Personengesellschaften (Rz. 86), die bislang unter Anwendung des Tax-CAPM bewertet werden mussten. Einzelunternehmen und PersGes. können nunmehr vereinfachend durch Berücksichtigung einer fiktiven KSt. auf Ebene der Cashflows und Verwendung von Eigenkapitalkosten nach dem Standard-CAPM bewertet werden.

#### f) Synergieeffekte

Das neue Fachgutachten enthält erstmals Aussagen zur Berücksichtigung von Synergieeffekten, wobei in Anlehnung an *Wollny*<sup>15</sup> zwischen realisierten und nicht realisierten Synergieeffekten unterschieden wird. Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben für den konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, dürfen bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nach Rz. 88 nur realisierte Synergieeffekte berücksichtigt werden.

Darunter werden solche Synergieeffekte verstanden, deren Realisierung zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert ist. Nicht realisierte Synergieeffekte lassen sich nach Rz. 88 nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination realisieren und können nach Rz. 94 nur bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts einbezogen werden.

#### g) Beurteilung der Plausibilität der Planung

In das Fachgutachten neu aufgenommen wurden umfangreiche Aussagen zur Beurteilung der formellen und materiellen Plausibilität der Planung (Rz. 68-73). Im Zuge der Beurteilung der formellen Plausibilität der Planung sind die Dokumentation der Planung sowie der Erstellungsprozess zu analysieren, die rechnerische Richtigkeit und Nachvollziehbarkeit der Planung zu beurteilen und zu untersuchen, ob sie den methodischen Anforderungen einer integrierten Planungsrechnung mit aufeinander abgestimmten Teilplänen entspricht.<sup>16</sup> Im Rahmen der Beurteilung der materiellen Plausibilität sind die der Planung zugrunde liegenden Annahmen kritisch zu würdigen. Dabei sind die wesentlichen wertbeeinflussenden Annahmen zu identifizieren und die Nachweise bzw. Argumente, die diese Annahmen untermauern, zu analysieren. Zu beurteilen ist, ob die Planung widerspruchsfrei und schlüssig aus den getroffenen Annahmen abgeleitet wurde und alle Konsequenzen dieser Annahmen (wie etwa ein aus geplanten Umsatzzuwächsen resultierender Investitionsbedarf) berücksichtigt wurden.

In den Rz. 74 und 75 wird geregelt, wie der Wirtschaftstreuhandler vorzugehen hat, wenn er bei der Beurteilung der formellen oder materiellen Plausibilität der Planung Mängel feststellt. Neu aufgenommen wurde die Tz. 163 des IDW S 1 nachgebildete Regelung, wonach der Wirtschaftstreuhandler bei Fehlen einer ausreichend dokumentierten Planungsrechnung auf Basis der Vergangenheitsanalyse, der dabei festgestellten Entwicklungslinien und der übrigen verfügbaren Informationen eine Planungsrechnung selbst erstellen kann (Rz. 77).

### 3. Eigenkapitalkosten

Nach Rz. 111 stellt das CAPM trotz seiner restriktiven Prämissen weiterhin das bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte vorrangig anzuwendende Kapitalkostenkonzept dar. Anders als nach dem Fachgutachten KFS/BW1 aus 2006 und

<sup>13</sup> Vgl. *Kaden/Purtscher/Wirth*, RWZ 2014 S. 208 f. Zur Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten s. *Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V.*, BewP 1/2011 S. 12 ff.

<sup>14</sup> Vgl. *Mandl*, RWZ 2014 S. 195.

<sup>15</sup> *Wollny*, *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Aufl. 2010, S. 187.

<sup>16</sup> Vgl. *Aschauer/Purtscher*, BewP 1/2013 S. 2 ff.

IDW S 1 können nun aber dann, wenn nach den Umständen des konkreten Bewertungsanlasses davon auszugehen ist, dass eine vom CAPM abweichende Bestimmung der Eigenkapitalkosten vorzuziehen ist, die Eigenkapitalkosten auch nach anderen üblichen und anerkannten Verfahren bestimmt werden (Rz. 111). Das neue Fachgutachten definiert allerdings nicht, welche alternativen Kapitalkostenkonzepte – in Frage käme etwa der Total Beta-Ansatz<sup>17</sup> – darunter verstanden werden können. Auch dazu soll die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung eine Empfehlung ausarbeiten.<sup>18</sup> Die neue Regelung ersetzt die im alten Fachgutachten in Rz. 72 vorgesehene Möglichkeit der Anpassung der nach dem CAPM ermittelten Renditeforderung der Eigenkapitalgeber durch den Wirtschaftstreuhänder im Rahmen der Würdigung ihrer Angemessenheit. Ergänzt wird die Neuregelung durch die Verpflichtungen, die Auswahl der Vorgehensweise zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten zu begründen, die ermittelten Eigenkapitalkosten nachvollziehbar abzuleiten und die dafür maßgeblichen Annahmen vollständig darzustellen (Rz. 112).

Bei den Vorgaben zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM wurde zunächst die im Fachgutachten KFS/BW1 aus 2006 noch vorgesehene Möglichkeit der Ableitung des Basiszinssatzes aus der Effektivrendite einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren gestrichen. Nach Rz. 104 der Neufassung des Fachgutachtens ist der Basiszinssatz ausschließlich aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten. Die aus dem Jahr 2006 stammende Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung sieht hier einen Rückgriff auf die Parameter der Zinsstrukturkurve deutscher Staatsanleihen vor, enthält jedoch abweichend von der Empfehlung des deutschen FAUB keine Vorgaben zu Durchschnittsbildungen oder Rundungen.

Neu aufgenommen wurde die Aussage, dass Formeln zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur teilweise auch das Debt Beta erfassen. Nach Rz. 107 ist die Berücksichtigung des Debt Beta erforderlich, wenn die im Vergleich zum risikolosen Basiszinssatz laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten des Unternehmens wesentlich vom Basiszinssatz abweichen.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> Damodaran, *Investment Valuation*, 3. Aufl. 2012, S. 672 f.

<sup>18</sup> Vgl. Mandl, a.a.O. (Fn. 14), S. 195.

<sup>19</sup> Vgl. näher *Enzinger/Pellet/Leitner*, RWZ 2014 S. 211 ff.

#### 4. Konsistenz der Bewertungsergebnisse

Neu aufgenommen wurde die Vorgabe, dass bei Anwendung der Diskontierungsverfahren geeignete Annahmen über die Finanzierungspolitik des Bewertungsobjekts (z.B. wertorientiert oder autonom) sowie über den Risikogehalt der Tax Shields zu treffen und im Gutachten zu begründen sind (Rz. 116). In Bezug auf die Konsistenz der Bewertungsergebnisse bei gleichzeitiger Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsverfahren wird darauf hingewiesen, dass bei identischen Annahmen über die Bewertungsparameter und bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Beta-Faktors an die Kapitalstruktur die Wahl des Diskontierungsverfahrens das Bewertungsergebnis nicht beeinflussen sollte (Rz 117).<sup>20</sup>

#### IV. Plausibilitätsbeurteilung durch Multiplikatorverfahren

Aufgrund des neu eingeführten Zwangs zur Beurteilung der Plausibilität des mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Bewertungsergebnisses wurde in das neue Fachgutachten erstmals ein eigener Abschnitt zu Multiplikatorverfahren aufgenommen (Rz. 118-131). Er enthält Aussagen zum Konzept der Multiplikatorverfahren, zur Auswahl der Bezugsgrößen sowie zur Ermittlung und Anwendung der Multiplikatoren.

Einleitend wird herausgestrichen, dass die Anwendung von Multiplikatorverfahren zur Schätzung potenzieller Marktpreise führt. Für die Bewertung von Produktions- und Dienstleistungsunternehmen wird die vorrangige Verwendung von Gesamtkapital-basierten Multiplikatoren, insbesondere mit den Bezugsgrößen EBIT und EBITDA, empfohlen (Rz. 122). Klargestellt wird, dass die verwendeten Bezugsgrößen als dauerhaft erzielbare Größen anzusehen sein sollten, was offenzulegende Bereinigungen um Sondereffekte wie einmalige Erträge und Aufwendungen erfordert (Rz. 124).

Nach Rz. 126 ist zur Ermittlung von Börsen- oder Transaktionsmultiplikatoren in einem ersten Schritt eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) zu identifizieren. Als Auswahlkriterien werden Branche bzw. Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, geografische Abdeckung, Profitabilität und Wachstum genannt. Zur Verdichtung der gewonnenen Multiplikatoren werden das

<sup>20</sup> Vgl. ausführlich *Enzinger/Kofler*, RWZ 2011 S. 52 ff.

(um Ausreißer bereinigte) arithmetische Mittel oder der Median empfohlen (Rz. 127). Sofern eine Peer Group nicht identifiziert werden kann, wird die Heranziehung von Branchen-Multiplikatoren als zulässig erachtet (Rz. 128).

Für die Anwendung von Börsenmultiples hält Rz. 129 fest, dass das Bewertungsergebnis als potenzieller Marktpreis für einen fungiblen Minderheitsanteil zu interpretieren ist, der weder Kontrollprämien noch Paketzuschläge enthält. Bei der Anwendung von Transaktionsmultiples, die aus Transaktionen über Mehrheitsanteile abgeleitet wurden, enthält das Bewertungsergebnis hingegen nach Rz. 130 bereits allfällige Kontrollprämien. Aussagen darüber, durch welche konkreten Zuschläge bzw. Abschläge für Minderheitenanteile, Kontrollrechte oder beschränkte Marktgängigkeit die erhobenen Multiplikatoren

im Einzelfall angepasst werden können, finden sich im Fachgutachten nicht.<sup>21</sup>

## V. Würdigung

Die Neufassung des Fachgutachtens KFS/BW1 bringt eine Vielzahl begrüßenswerter Neuerungen, die die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Bewertung erhöhen und die Identifikation der wesentlichen Werttreiber erleichtern. Die Konkretisierung einzelner neuer Vorgaben, wie insbesondere die Verwendung alternativer Kapitalkostenkonzepte und die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, durch die geplanten Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung bleibt abzuwarten.

<sup>21</sup> Vgl. Kaden/Purtscher/Wirth, a.a.O. (Fn. 13), S. 206 f.



IVA ist eine auf Unternehmensbewertungen spezialisierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Zu unseren Kernkompetenzen gehören die Durchführung von Unternehmensbewertungen sowie die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten. Unsere Mandanten sind überwiegend börsennotierte Unternehmen. Wir suchen für unseren Standort Frankfurt am Main

## Senior Manager mit Schwerpunkt Unternehmensbewertung (w/m)

### Tätigkeitsgebiete

Wir bieten Ihnen eine anspruchsvolle und eigenverantwortliche Tätigkeit mit entsprechenden Perspektiven. Zu Ihrem Kernaufgabengebiet gehört die Durchführung von Unternehmensbewertungen auf Basis des IDW S1 sowie die Unterstützung im Rahmen der Gutachtertätigkeiten bei Spruchverfahren. Darüber hinaus können sich, bei Nachweis entsprechender Erfahrungen, Ihre Tätigkeitsgebiete auch auf die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten (u.a. Kaufpreisallokationen), Immobilienbewertungen und Bankbewertungen erstrecken.

### Ihr Profil

Wir erwarten fundierte praktische und theoretische Kenntnisse auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung. Ihnen sind die typischen Abläufe bei Bewertungsprojekten bekannt und Sie sind in der Lage Unternehmensbewertungen eigenverantwortlich gemeinsam mit unseren Mitarbeitern durchzuführen. Bei entsprechender Qualifikation besteht für Senior Manager zeitnah die Chance zur Partnerschaft und Bestellung zum Vorstand.

- Wir freuen uns auf Ihre Bewerbung. Bitte richten Sie sie per Mail an [andreas.creutzmann@iva-valuation.de](mailto:andreas.creutzmann@iva-valuation.de)

oder schriftlich an  
 IVA VALUATION & ADVISORY AG  
 Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Siesmayerstrasse 21, 60323 Frankfurt am Main.

Bei Fragen wenden Sie sich an Herrn Andreas Creutzmann, Telefon +49 (0) 69 35 35 632 88, [www.iva-valuation.de](http://www.iva-valuation.de).