
UNTERNEHMENSBEWERTUNG

WP StB Dr. Klaus Rabel, CVA • Graz

Grobplanungsphase und Terminal Value nach dem Standard KFS/BW1

» RWZ 2016/65

Die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat am 4. 11. 2015 eine Empfehlung zur Grobplanungsphase und zur Rentenphase (Terminal Value) nach dem Fachgutachten KFS/BW1 verabschiedet. Der Beitrag erläutert die wesentlichen Aussagen der Empfehlung und veranschaulicht ihre Anwendung anhand von Beispielen.

1. Einleitung

Die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder vom 4. 11. 2015 zur Grobplanungsphase und zur Rentenphase (Terminal Value) erläutert die Vorgaben des Fachgutachtens

- zur Erweiterung der Detailplanungsphase um eine Grobplanungsphase (Phase II) in den Rz 61 und 62 KFS/BW1,
- zur Planung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase (Phase III) auf der Grundlage expliziter Annahmen über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in den Rz 63 bis 65 KFS/BW1 sowie
- zur Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung in der Rentenphase in Rz 64 KFS/BW1 durch Aussagen zur Ermittlung des Terminal Value mithilfe konsistenter Terminal Value-Modelle.

Der vorliegende Beitrag stellt die wesentlichen Aussagen der Empfehlung dar und veranschaulicht ihre Anwendung anhand von Beispielen.

2. Anwendungsbereich

Die Empfehlung ist insb auf Bewertungen anzuwenden, in deren Rahmen von einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird. Allerdings ist bei unbegrenzter Lebensdauer die Berücksichtigung einer Grobplanungsphase nur dann erforderlich, wenn das zu bewertende Unternehmen am Ende der Detailplanungsphase noch keinen Gleichgewichts- und Beharrungszustand erreicht hat.

Bei begrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens sind die Empfehlungen zur Grobplanungsphase dann zu beachten, wenn die Lebensdauer über die Detailplanungsphase hinausgeht. Anwendungsfälle dafür könnten etwa Abbaubetriebe oder Deponiebetriebe sein.

3. Steady State

Den Empfehlungen zur Grobplanungs- und Rentenphase wird ein Abschnitt vorangestellt, in dem bestimmte, im Fachgutachten und in der Empfehlung verwendete Begriffe abgegrenzt werden. Von zentraler Bedeutung sind hier die Aussagen der Empfehlung zum Vorliegen eines Gleichgewichts- und Beharrungszu-

stands. Die Hinweise zur Messung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens, zum Vorliegen von Überrenditen und zu Konvergenzprozessen werden in Abschn 4. erläutert.

Das Erreichen eines Gleichgewichts- und Beharrungszustands (auch als „Steady State“ oder „eingeschwungener Zustand“ bezeichnet) bildet nach den Vorgaben des Fachgutachtens die Voraussetzung für den Eintritt in die Rentenphase. Nach Tz 8 der Empfehlung liegt ein Gleichgewichts- und Beharrungszustand vor, wenn davon ausgegangen werden kann, dass die bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse in Zukunft konstant bleiben oder mit einer konstanten Wachstumsrate wachsen.¹ Dies wird nach der Empfehlung insb ab jenem Zeitpunkt erreicht sein, ab dem für das zu bewertende Unternehmen im Zeitablauf annähernd konstante Renditen anzunehmen sind.²

4. Rentabilitätsniveau des zu bewertenden Unternehmens

a) Bedeutung

Rz 64 KFS/BW1 fordert explizite Annahmen über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase, wobei Einflussfaktoren wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse) zu berücksichtigen sind. Im Rahmen der Ermittlung des Terminal Value hat der Gutachter daher ausdrückliche Annahmen zum langfristigen Rentabilitätsniveau zu treffen und dabei insb die Frage zu beurteilen, inwieweit das Unternehmen in der Lage sein wird, in der Rentenphase Überrenditen zu erwirtschaften. Diese Frage ist für die Höhe des Terminal Value von überragender Bedeutung, zumal allein Überrenditen zu Terminal Values führen können, die über das zu Beginn der Rentenphase investierte Kapital hinausgehen.³

Nach Tz 14 der Empfehlung wird von Überrendite gesprochen, wenn die vom Unternehmen in einer Periode erwirtschaftete Kapitalrendite (nach Unternehmenssteuern) die (vergleichbaren) Kapitalkosten übersteigt. Wird die Kapitalrendite (nach Unternehmenssteuern) im Entity Approach mit dem Return on Invested Capital (ROIC) und im Equity Approach mit dem Return on Equity (ROE) gemessen⁴ und bezeichnet $WACC_t$ die gewogenen Kapitalkosten in der Periode t und COE_t die Eigenkapitalkosten (Cost of Equity) in der Periode t , gilt bei Vorliegen von Überrenditen Folgendes:

$$ROIC_t > WACC_t \text{ (Entity Approach)}$$

$$ROE_t > COE_t \text{ (Equity Approach)}$$

Ausschlaggebend für die Fähigkeit eines Unternehmens, Überrenditen zu erwirtschaften, sind Wettbewerbsvorteile. Nach Tz 15

der Empfehlung wird im Rahmen von sog Konvergenzprozessen unterstellt, dass Wettbewerbskräfte dazu führen, dass die aus Wettbewerbsvorteilen resultierenden Überrenditen im Laufe der Zeit kleiner werden bzw sich langfristig überhaupt verflüchtigen.

Nach Tz 19 der Empfehlung ist es zweckmäßig, bereits in der Grobplanungsphase die unterstellte Entwicklung des Rentabilitätsniveaus, ggf unter Berücksichtigung von Konvergenzprozessen bzw eines allfälligen Abbaus von Überrenditen, bis zum Planungshorizont darzustellen. Konvergenzprozesse können durch unterschiedliche Annahmen über die Dauer, die Geschwindigkeit (idR linearer oder konvexer Verlauf) und die Tiefe (vollständiger oder nur teilweiser Abbau der Überrendite) des Abbauprozesses charakterisiert sein.⁵

b) Messung

Das Rentabilitätsniveau des zu bewertenden Unternehmens ist nach Tz 10 der Empfehlung grundsätzlich anhand ökonomischer Renditen, wie insb dem internen Zinsfuß, zu messen.⁶ In der Praxis soll allerdings vereinfachend auf rechnungslegungs-basierte Kapitalrenditen nach Unternehmenssteuern wie insb ROIC (als buchmäßige Gesamtkapitalrentabilität) bzw ROE (als buchmäßige Eigenkapitalrentabilität) zurückgegriffen werden können.

Der ROIC wird nach Tz 11 der Empfehlung als Quotient zwischen dem operativen Gewinn nach adaptierten Steuern (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes bzw NOPLAT) und dem investierten Kapital (Invested Capital bzw IC) ermittelt. Das investierte Kapital entspricht der Summe aus Eigenkapital und verzinslichem Fremdkapital und wird ausgehend von den Buchwerten unter Berücksichtigung allfälliger Adaptierungen ermittelt.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$$

Der ROE wird als Quotient aus dem Jahresüberschuss (JÜ) und dem bilanziellen Eigenkapital (EK) definiert.

$$ROE = \frac{JÜ}{EK}$$

Während sich die Rentabilitätskennzahlen ROIC und ROE stets auf das gesamte, in das Unternehmen investierte (Gesamt- bzw Eigen-)Kapital beziehen, stellt die Empfehlung im Rahmen des sog Value Driver-Modells⁷ zur Ermittlung des Terminal Value auf Grenz-Kapitalrenditen ab, die sich nur auf bestimmte Teile des investierten Kapitals beziehen. Konkret bezeichnen Return on New Invested Capital (RONIC) bzw Return on New Equity (RONE) jene (Grenz-)Renditen, die auf die wachstumsbedingt erforderlichen Erhöhungen des investierten Gesamt- bzw Eigenkapitals erwartet werden. RONIC bzw RONE bezeichnen daher jene Gesamt-

1 Zu Definitionen des Steady State in der Lehre siehe *Lobe*, Unternehmensbewertung und Terminal Value (2006) 22 ff; *Knoll*, CF 2014, 4.

2 Siehe dazu auch *Koller/Goedhart/Wessels*, Valuation⁶ (2015) 222; *Knoll*, CF 2016, 33 f.

3 Vgl *Aders/Schröder* in *Richter/Timmreck* (Hrsg), Unternehmensbewertung – Moderne Instrumente und Lösungsansätze (2004) 107; *Rabel*, RWZ 2014, 220. Siehe dazu auch Tz 37 der Empfehlung.

4 Zur Messung des Rentabilitätsniveaus siehe unten Abschn 4.b).

5 Siehe dazu *Purtscher/Sylle*, RWZ 2015, 181 ff, die zwischen „harten“ und „weichen“ Konvergenzprozessen unterscheiden.

6 So auch *Meitner/Streitferdt*, Unternehmensbewertung (2011) 156 f; *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 424.

7 Siehe dazu unten Abschn 6.b).

bzw Eigenkapitalrendite, die auf die wachstumsbedingten Mitteleinbehaltungen bzw Thesaurierungen erwartet wird. Sie entspricht der erwarteten Rendite auf die Nettoinvestitionen,⁸ die mit diesen Mitteln finanziert werden.

Als weitere (rechnungslegungs-basierte) Messgröße für die Performance von Unternehmen kommen nach der Empfehlung Residualgewinne infrage. Der Residualgewinn entspricht nach Tz 13 der Empfehlung dem Periodenerfolg abzüglich der Verzinsung des gebundenen Kapitals. Im Bruttoansatz kann der Brutto-Residualgewinn (RG^B) als Differenz zwischen dem NOPLAT und dem Produkt aus investiertem Kapital (IC) und gewogenen Kapitalkosten (WACC) ermittelt werden. Im Nettoansatz kann der Netto-Residualgewinn (RG^N) als Differenz zwischen dem Jahresüberschuss (JÜ) und dem Produkt aus bilanziellem Eigenkapital (EK) und den Eigenkapitalkosten (COE) ermittelt werden.

$$RG^B = \text{NOPLAT} - \text{WACC} \times \text{IC}$$

$$RG^N = \text{JÜ} - \text{COE} \times \text{EK}$$

Da rechnungslegungs-basierten Kapitalrenditen bei Unternehmen mit verhältnismäßig geringem Kapitalbedarf (zB Dienstleistungsunternehmen) in der Regel wenig Aussagekraft beizumessen ist, wird in Tz 20 empfohlen, die (historische) Performance solcher Unternehmen anhand der Entwicklung von Residualgewinnen⁹ oder Umsatzrenditen (zB EBIT-Marge, EBITDA-Marge) zu beurteilen. Insb bei Umsatzrenditen fehlt es aber an einer Vergleichbarkeit der Rentabilitätskennzahl mit den Kapitalkosten, sodass auf dieser Grundlage keine Aussage über die Fähigkeit zur Erwirtschaftung von Überrenditen getroffen werden kann. Das langfristige Rentabilitätsniveau des zu bewertenden Unternehmens kann in diesen Fällen bspw auf Basis des Branchendurchschnitts der Umsatzrenditen in Verbindung mit einer Einschätzung der Wettbewerbsposition des Unternehmens unter Berücksichtigung langfristiger Trends beurteilt werden.

Tz 21 der Empfehlung weist auf Besonderheiten der Messung des Rentabilitätsniveaus bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) hin. Nach der Empfehlung ist darauf zu achten, inwieweit die Renditen des zu bewertenden KMU auf personenbezogene Erfolgsfaktoren zurückzuführen sind. Da derartige in der Person des Unternehmenseigners begründete Erfolgsbeiträge nach Rz 82 KFS/BW1 bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts insoweit außer Acht zu lassen sind, als sie in Zukunft nicht realisiert werden können, sind nur die entsprechend verminderten Gewinne in die Beurteilung des Rentabilitätsniveaus einzubeziehen. Nach dem IDW-Praxishinweis 1/2014¹⁰ spiegeln sich nur partiell oder temporär übertragbare Erfolgsfaktoren bei KMU häufig im Vorhandensein bestimmter immaterieller Faktoren wider, die durch die prägende Tätigkeit eines oder mehrerer Eigentü-

mer bedingt sind. Dies ist etwa der Fall, wenn der Eigentümer als (Haupt-)Leistungserbringer fungiert, dessen Leistung zB für den Vertrieb bzw die Kundenbindung entscheidend ist, oder wenn er Träger bestimmten Wissens ist, aufgrund dessen neue Produkte und Verfahren entwickelt werden.

c) Aussagekraft von Buchrenditen

Die Empfehlung weist in Tz 10 ausdrücklich darauf hin, dass das Rentabilitätsniveau grundsätzlich anhand ökonomischer Renditen wie dem internen Zinsfuß zu messen ist und die Heranziehung rechnungslegungs-basierter Renditen nur eine Vereinfachung darstellt. Das vereinfachte Abstellen auf rechnungslegungs-basierte Renditen erleichtert zwar den Zeitreihen- und Peer Group-Vergleich, löst jedoch das grundsätzliche Problem der eingeschränkten Aussagekraft rechnungslegungs-basierter Performancemaße nicht.¹¹ Im Einzelfall ist daher zu untersuchen, inwieweit die ermittelten Buchrenditen eine brauchbare Näherung für die interne Verzinsung liefern.

Generell ist zu bedenken, dass der ROIC nur dann dem internen Zinsfuß (IRR) entspricht, wenn sich die Gewinne im Zeitablauf proportional zum investierten Kapital entwickeln. Beispiel 1 auf S 283 zeigt diesen Zusammenhang vereinfachend für ein Investment in eine Anlage mit Anschaffungskosten von 100 und einer Nutzungsdauer von fünf Jahren.¹²

Der ROIC bildet daher grundsätzlich dann eine geeignete Näherung für die interne Verzinsung, wenn das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens regelmäßige Investitionen zur Erhaltung und Erneuerung der Anlagen und der Erhaltung der Ertragskraft erfordert. Hingegen sollte bei Geschäftsmodellen, die hohe Anfangsinvestitionen und nur geringe Reinvestitionen erfordern, wie etwa Wasserkraftwerke, anstelle des ROIC auf cashflow-bezogene Renditemaße abgestellt werden.¹³

Während die Grenz-Kapitalrenditen RONIC und RONE im Rahmen des Value Driver-Modells als Näherung für die interne Verzinsung der Mitteleinbehaltungen angesehen werden können, ist die Aussagekraft der Buchrenditen ROIC und ROE in der Praxis häufig eingeschränkt. Verzerrungen der Buchrenditen können vielfältige Ursachen haben und etwa aus aktivierten Firmenwerten, nicht bilanzierten Leasingverpflichtungen oder nicht aktivierbaren immateriellen Vermögenswerten (zB aus Ausgaben für Forschung und Entwicklung, in den Aufbau eines Vertriebsnetzes oder einen Markennamen) resultieren. Sowohl für Vergleichszwecke mit Mitbewerbern als auch zur Beurteilung der Fähigkeit des Unternehmens zur Erwirtschaftung von Überrenditen erscheint zB eine Bereinigung um Einflüsse aus aktivierten Firmenwerten zweckmäßig.¹⁴

⁸ In Tz 16 der Empfehlung wird der Begriff „Nettoinvestitionen“ als Summe aus Investitionen in das Anlagevermögen, die über die Abschreibungen hinausgehen, und Erhöhungen des Netto-Umlaufvermögens definiert.

⁹ Siehe dazu Koller/Goedhart/Wessels, aaO 439 ff.

¹⁰ IDW Praxishinweis 1/2014: Hinweise der Bundessteuerberaterkammer zu den Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen vom 13. 3. 2014, WPg 2014, 463 ff.

¹¹ Zu Bedingungen einer Übereinstimmung ökonomischer und rechnungslegungs-basierter Renditen sowie zum CFROI als alternatives Performancemaß siehe Koller/Goedhart/Wessels, aaO 424 ff. Kritisch zur Verwendung von Buchrenditen Meitner/Streitferdt, aaO 171 ff.

¹² Beispiel entnommen aus Koller/Goedhart/Wessels, aaO 425.

¹³ Dazu und zum CFROI als cashflow-bezogenes Renditemaß siehe näher Koller/Goedhart/Wessels, aaO 424 ff.

¹⁴ Vgl Koller/Goedhart/Wessels, aaO 203.

Jahr	Einzelne Anlage						Unternehmen mit 5 Anlagen
	0	1	2	3	4	5	
Operativer Cashflow	-100	35	32	29	26	23	145
Abschreibung		-20	-20	-20	-20	-20	-100
Operativer Gewinn		15	12	9	6	3	45
Investiertes Kapital brutto*)		100	100	100	100	100	500
Kumulierte Abschreibungen		-	-20	-40	-60	-80	-200
Investiertes Kapital netto*)		100	80	60	40	20	300
Interner Zinsfuß	15,0%						15,0%
ROIC		15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

*) zu Periodenbeginn

Beispiel 1: Übereinstimmung von ROIC und IRR

Weitere Adaptierungen der Rechnungslegungsdaten können etwa die Passivierung von Leasingverpflichtungen oder den Ansatz von Aktivposten für nicht aktivierbare immaterielle Vermögenswerte betreffen.¹⁵

Die möglichen Verzerrungen der Buchrenditen erfordern vor allem in Verbindung mit der Schätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus in der Rentenphase besondere Vorsicht. Soweit über den Kapitalkosten liegende Buchrenditen etwa auf in der Vergangenheit nicht aktivierungsfähige Ausgaben zurückzuführen sind, kann daraus nicht ohne Weiteres auf nachhaltige Überrenditen in der Rentenphase geschlossen werden.¹⁶

5. Grobplanungsphase

Nach Rz 61 KFS/BW1 ist die Detailplanungsphase um eine Grobplanungsphase zu ergänzen, wenn die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint.

Nach Tz 7 der Empfehlung liegt die Funktion der Grobplanungsphase im Hinausschieben des Planungshorizonts und damit des Zeitpunkts des Eintritts in die Rentenphase. Festgelegt wird, dass die Abbildung der Grobplanungsphase in Form einer integrierten Planungsrechnung zu erfolgen hat, wengleich typischerweise nur die Entwicklung einzelner wesentlicher Werttreiber periodenspezifisch modelliert wird und die übrigen Bewertungsparameter pauschal fortgeschrieben werden. Als Beispiele für wesentliche Werttreiber werden Umsatzwachstum, Margen, Renditen, Investitionen, Steuerwirkungen aus der Verwertung von Verlustvorträgen sowie die Kapitalstruktur genannt.

Die Grobplanungsphase soll nach Tz 17 der Empfehlung zweierlei bewirken:

- Zum einen soll sie die Transparenz der Wertermittlung erhöhen, indem die unterstellte Entwicklung unternehmensspezifischer Werttreiber über den Detailplanungszeitraum hinaus nachvollziehbar wird.

- Zum anderen soll sie dazu beitragen, dass die Annahme eines eingeschwungenen Zustands beim Eintritt in die Rentenphase plausibel erscheint.

Mit der zuletzt genannten Zwecksetzung wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sich die Annahme des Vorliegens eines Steady State nach einer häufig auf drei bis fünf Jahre begrenzten Detailplanungsphase¹⁷ nur selten als realitätsgerecht erweist.¹⁸ Erscheint hingegen das Vorliegen eines eingeschwungenen Zustands bereits am Ende der Detailplanungsphase plausibel, ist die Berücksichtigung einer Grobplanungsphase nach Tz 6 der Empfehlung nicht erforderlich.

Zur Länge der Grobplanungsphase werden keine konkreten Empfehlungen gegeben. Sie soll sich nach Tz 18 im Einzelfall an der unterstellten Entwicklung der wesentlichen Werttreiber und deren Einschwingen auf ein nachhaltiges Niveau orientieren. In diesem Zusammenhang wird die Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens besonders hervorgehoben. Bereits in der Grobplanungsphase soll diese Entwicklung unter Berücksichtigung von Konvergenzprozessen bzw. eines allfälligen Abbaus von Überrenditen dargestellt werden.

Die Empfehlung enthält keine verbindlichen Vorgaben für einen bestimmten Renditeverlauf während der Grobplanungsphase.¹⁹ Da der Endpunkt der Grobplanungsphase mit dem Erreichen eines eingeschwungenen Zustands vorgegeben ist und der eingeschwungene Zustand gem Tz 8 der Empfehlung insb. durch konstante Renditen gekennzeichnet sein soll, bietet es sich an, während der Grobplanungsphase einen Abbau allfälliger Überrenditen auf das langfristig erzielbare, für die Rentenphase zu unterstellende Renditeniveau anzunehmen. Das nachhaltige Rentabilitätsniveau in der Rentenphase kann dabei entweder den Kapitalkosten entsprechen oder davon abweichen.

Abbildung 1 zeigt modellhaft drei denkbare Renditeverläufe in der Grobplanungsphase. Dabei wird jeweils ein linearer Abbau

¹⁷ Vgl. KFS/BW1 Rz 60.

¹⁸ Vgl. Saur/Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2011, 1018.

¹⁹ Purtscher/Sylle, aaO 179 ff, verstehen die Grobplanungsphase generell als Konvergenzphase mit monoton sinkendem Renditeniveau; kritisch Knoll, Unternehmensbewertung: Bis zur Ewigkeit dauert's länger! DB 2016, 547.

¹⁵ Zur Bereinigung um nicht aktivierte F&E-Ausgaben siehe das Beispiel bei Koller/Goedhart/Wessels, aaO 432 ff.

¹⁶ Siehe dazu auch unten Abschn. 6.c.), Fall A.

der zu Beginn der Grobplanungsphase bestehenden Überrenditen unterstellt.²⁰ Die Renditeverläufe zeigen einen teilweisen Abbau von Überrenditen, einen vollständigen Abbau von Überrenditen auf das Niveau der Kapitalkosten sowie einen Abbau von Überrenditen auf eine unter den Kapitalkosten liegende Rendite.

Die Konsequenzen dieser Fallkonstellationen für die Rentenphase bzw für die Ermittlung des Terminal Value werden im folgenden Abschnitt erläutert.

Nach Tz 22 der Empfehlung ist es zulässig, den Wertbeitrag aus der Entwicklung einzelner, spezifischer Faktoren nach der Detail-

b) Annahmen zum langfristigen Rentabilitätsniveau

Wie oben dargelegt, fordert der Standard KFS/BW1 explizite Annahmen über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase. Nach Rz 64 KFS/BW1 kann dabei im Sinne einer kapitalwertneutralen Veranlagung unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht. Anders als

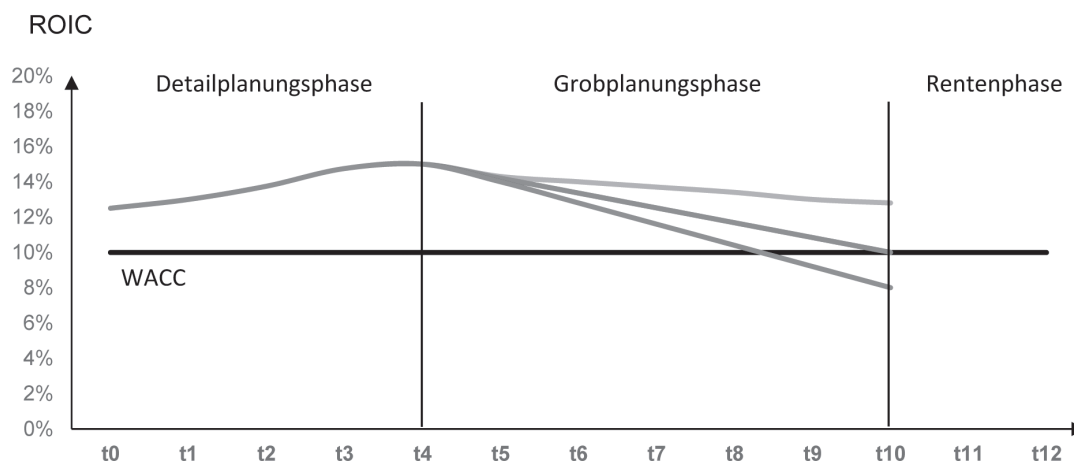


Abb 1: Mögliche Renditeverläufe in der Grobplanungsphase

planungsphase (zB Steuereffekte aus der Verwertung von Verlustvorträgen) – alternativ zur Integration in eine Grobplanungsphase – auch im Rahmen eines sog Sonderwerts zu erfassen. Die aus der Entwicklung des betreffenden Bewertungsparameters resultierende Veränderung der finanziellen Überschüsse muss dann außerhalb der Planungsrechnung dargestellt und gesondert diskontiert werden. Gefordert wird ferner, dass alle Folgewirkungen der getroffenen Annahmen erfasst und die zugrunde gelegten Annahmen in nachvollziehbarer Form offengelegt werden.

6. Terminal Value (Rentenphase)

a) Begriff

Der Terminal Value entspricht nach Tz 9 der Empfehlung dem Barwert der für die Rentenphase erwarteten finanziellen Überschüsse und wird auch als „Continuing Value“, „Restwert“, „Endwert“ oder „Fortführungswert“ bezeichnet. Er wird in der Regel auf Basis von Annahmen über das langfristige Rentabilitätsniveau und das Ausschüttungsverhalten ermittelt.

nach IDW S 1 Tz 37 ist die Annahme der kapitalwertneutralen Verwendung thesaurierter Beträge nach KFS/BW1 jedoch nicht zwingend. Nach KFS/BW1 Rz 64 ist es zulässig anzunehmen, dass auch auf in der Rentenphase thesaurierte Beträge bzw durch die damit finanzierten Nettoinvestitionen dauerhaft Überrenditen erwirtschaftet werden, wenn die dafür maßgeblichen Gründe im Bewertungsgutachten angegeben werden.²¹

Vor diesem Hintergrund wird in Tz 23 der Empfehlung zunächst festgehalten, dass der Schätzung des zu erwartenden langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase in der Regel eine Analyse der erwarteten Entwicklung des Rentabilitätsniveaus bis zum Beginn der Rentenphase und der dafür maßgeblichen Einflussgrößen vorausgeht. Idealerweise basiert diese Analyse auf den Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse, dem Verständnis des Geschäftsmodells, der Markt- und Wettbewerbsanalyse und der daraus abgeleiteten strategischen Wettbewerbsposition des Unternehmens. Im Hinblick auf die eingeschränkte Aussagekraft rechnungslegungsbasierter Kapitalrenditen ist insb auch die Entwicklung der Margen bzw Umsatzrenditen zu untersuchen.

Im Rahmen der Beurteilung der Fähigkeit des zu bewertenden Unternehmens zur Erwirtschaftung nachhaltiger Überrenditen können nach der Empfehlung folgende Aspekte eine Rolle spielen:

²⁰ Ein Abbau von Überrenditen über den begrenzten Zeitraum der Grobplanungsphase stellt nach *Purtscher/Sylle*, aaO 181, einen sog „harten“ Konvergenzprozess dar. Ein „weicher“ Konvergenzprozess unterstellt nach dieser Unterscheidung hingegen ein Abschmelzen von Überrenditen über einen unbegrenzten Zeitraum und kann damit nur für die Rentenphase unterstellt werden.

²¹ Vgl *Rabel*, aaO 221; *Sylle*, SWK 2014, 1425.

- Abhängigkeit des Geschäftsmodells vom Kapitaleinsatz
- Intensität des Wettbewerbs
- Existenz von nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen (zB Marktstellung, Marktzutrittsbarrieren, immaterielle Faktoren wie Marken/Lizenzen/Patente, Einkaufsvorteile, Prozessvorteile, Größenvorteile, Standortvorteile, vorteilhafte Verträge, Produktionseffizienz, F&E und Verfahrens-Know-how, Vertriebsnetz)
- Geschwindigkeit von Veränderungen in der Branche
- Dauer und Verlauf der Anpassungsprozesse und Widerstandsfähigkeit gegenüber dem Anpassungsdruck in der Vergangenheit
- von Wettbewerbern und vergleichbaren Unternehmen erzielte Renditen

In Tz 25 und 26 der Empfehlung werden Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau und die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse beschrieben.²² Als branchenspezifische Faktoren sind demnach strukturelle Einschränkungen der Wettbewerbskräfte wie zB Markteintrittsbarrieren anzusehen. Nach der Empfehlung entfalten ein hoher Konzentrationsgrad, hohe Marketingintensität und hohes Wachstum einer Branche eine tendenziell positive Wirkung auf das langfristige Rentabilitätsniveau und sprechen ein hoher Spezialisierungsgrad, eine hohe Bedeutung von Skaleneffekten und ein hoher Anteil von Endverbrauchern in einer Branche für eine höhere Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse. Als unternehmensspezifische Faktoren werden immaterielle Ressourcen (Marken, Technologie-Kompetenz etc), Wachstum, Unternehmensgröße, Grad der vertikalen Integration, Fokussierung, Marktanteil, Exportanteil und Marketingintensität genannt.

c) Konsistentes Terminal Value-Modell

In Rz 64 KFS/BW1 wird die Konsistenz der für die Rentenphase getroffenen Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung gefordert. Die Ermittlung des Terminal Value hat daher auf der Grundlage eines Endwertmodells zu erfolgen, das bei unterstelltem Wachstum auch die damit verbundenen Thesaurierungserfordernisse konsistent abbildet. Dafür kommt nach Tz 29 der Empfehlung ua das auf dem *Gordon/Shapiro*-Modell²³ basierende Value Driver-Modell von *Copeland/Koller/Murrin*²⁴ infrage.

Die Empfehlung lässt offen, welche weiteren Endwertmodelle zur Ermittlung des Terminal Value infrage kommen,²⁵ und beschränkt sich auf die nähere Erläuterung des Value Driver-Modells. Die Empfehlung des Ansatzes von *Gordon/Shapiro* lässt auf eine Ablehnung des in Deutschland für Bewertungen nach IDW

S 1 gebräuchlichen Modells von *Bradley/Jarrell*²⁶ schließen.²⁷ In diesem Sinne knüpfen weder das Fachgutachten KFS/BW1 noch die Empfehlung an die für das Modell von *Bradley/Jarrell* charakteristische Trennung zwischen thesaurierungsbedingtem und inflationsbedingtem Wachstum an.

Für den Equity Approach wird die Ermittlung des Terminal Value zum Planungshorizont T (TV_T^E) nach dem Value Driver-Modell in Tz 35 wie folgt dargestellt, wobei FTE_{T+1} den für die erste Periode der Rentenphase prognostizierten Flow to Equity, COE die Eigenkapitalkosten (vor persönlichen Steuern), g die jährliche Wachstumsrate (es gilt stets $g < COE$), $J\ddot{U}_{T+1}$ den für die erste Periode der Rentenphase prognostizierten Gewinn nach Steuern, g die Wachstumsrate und RONE die erwartete Eigenkapitalrendite auf die in der Rentenphase durchzuführenden Nettoinvestitionen bezeichnen:²⁸

$$TV_T^E = \frac{J\ddot{U}_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{RONE}\right)}{COE - g} = \frac{FTE_{T+1}}{COE - g}$$

Die Empfehlung stellt klar, dass eine wachstumsbedingte Erhöhung der Aktiva in der Rentenphase zum Teil durch Gewinneinbehalte finanziert werden muss, sodass der den Eigenkapitalgebern zufließende Flow to Equity im Wachstumsfall stets niedriger ist als der jeweilige Jahresüberschuss. Ausdrücklich wird darauf hingewiesen, dass sich eine Erhöhung der Wachstumsrate sowohl positiv als auch negativ auf die Höhe des Terminal Value auswirkt: Positiv wirkt die Kürzung des Diskontierungssatzes, negativ wirkt die Kürzung des ausschüttbaren Gewinns durch die Erhöhung der Thesaurierungsquote ($g/RONE$). Wachstum erbringt unter diesen Annahmen nur dann einen positiven Wertbeitrag, wenn die erwartete Eigenkapitalrendite der Nettoinvestitionen in der Rentenphase die Eigenkapitalkosten übersteigt, wenn also $RONE > COE$ gilt.

Entspricht aber die erwartete Eigenkapitalrendite der Nettoinvestitionen genau den Eigenkapitalkosten, gilt also $RONE = COE$, liefert das Wachstum weder einen positiven noch einen negativen Wertbeitrag, sondern lässt den Terminal Value unverändert. Die Höhe der Wachstumsrate ist dann für den Terminal Value irrelevant. In diesem Fall kann der Terminal Value nach Tz 36 der Empfehlung nach der sog. „Konvergenz-Formel“ ermittelt werden:

$$TV_T^E = \frac{J\ddot{U}_{T+1}}{COE}$$

Nach Tz 34 der Empfehlung ist zu beachten, dass in diesem Fall eine Kürzung des Nenners um die Wachstumsrate g nicht in Be-

²² Siehe dazu näher *Weiler*, Verbesserung der Prognosegüte bei der Unternehmensbewertung (2005) 154 ff; *Kreyer*, Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung (2009) 126; *Purtscher/Sylle*, aaO 180 f.

²³ *Gordon/Shapiro*, Management Science (1956) 102 ff.

²⁴ Siehe dazu *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 248 ff (bis zur 3. Aufl veröffentlicht von *Copeland/Koller/Murrin*).

²⁵ Zu weiteren Endwertmodellen siehe *Lobe*, aaO 8 ff; *Meitner in Peemöller* (Hrsg), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung⁶ (2015) 689 ff.

²⁶ *Bradley/Jarrell*, Inflation and the constant-growth valuation model: a clarification, Working Paper, Duke University; *Bradley/Jarrell*, Journal of Applied Corporate Finance (2008) 102 ff.

²⁷ Zur Kritik am Modell von *Bradley/Jarrell* und zum Vergleich mit jenem von *Gordon/Shapiro* siehe *Friedl/Schwetzer*, RWZ 2015, 161 ff.

²⁸ Da das Fachgutachten KFS/BW1 die vereinfachende Nichtberücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in aller Regel zulässt (siehe Rz 84 und 86 KFS/BW1), wird in der Empfehlung nur auf das Kalkül vor persönlichen Steuern eingegangen.

tracht kommt, da dies zur Unterschätzung von Thesaurierungserfordernissen und folglich zu einer Überschätzung des Terminal Value führen würde. Dies gilt unabhängig davon, ob ein rein inflationsbedingtes Wachstum oder ein thesaurierungsbedingtes Wachstum unterstellt wird.

Nach der Empfehlung stellt das Value Driver-Modell zwar auf kapitalintensive Unternehmen ab, ist aber grundsätzlich auch auf solche Dienstleistungsunternehmen übertragbar, für die Thesaurierungsbedarf für Investitionen besteht. Bei Unternehmen mit verhältnismäßig geringem Kapitalbedarf steht alternativ zur Anwendung des Value Driver-Modells die Möglichkeit offen, die historische Performance sowie die in der Rentenphase nachhaltig entziehbaren Cashflows anhand der Entwicklung von Residualgewinnen oder Umsatzrenditen zu beurteilen.

d) Fallkonstellationen und Beispiele

Auf dieser Grundlage unterscheidet die Empfehlung für die Rentenphase mehrere Fallkonstellationen in Abhängigkeit vom Rentabilitätsniveau zu Beginn der Rentenphase und dessen erwarteter weiterer Entwicklung:

- Fall A: Nachhaltige Überrenditen (Tz 24)
- Fall B: Gänzlicher Abbau der Überrenditen (Tz 27 f)
- Fall C: Konstante Rendite in Höhe der Kapitalkosten (Tz 37)
- Fall D: Unterrendite mit Konvergenz gegen die Kapitalkosten (Tz 38)
- Fall E: Nachhaltige Unterrendite (Tz 38)

Diese Fallkonstellationen sind in Abbildung 2 für den WACC-Ansatz grafisch dargestellt.

nachhaltig in der Lage, Überrenditen auch auf die Nettoinvestitionen während der Rentenphase zu erwirtschaften. Als spezifische Ausprägung dieser Fallkonstellation wird im folgenden Beispiel vereinfachend unterstellt, dass die Nettoinvestitionen in der Rentenphase konstant die gleich hohe Rendite erbringen wie das investierte Kapital zu Beginn der Rentenphase, sodass während der Rentenphase konstante Überrenditen auf das gesamte investierte Kapital vorliegen. Wie bereits oben dargelegt, wird in der Praxis allerdings die Annahme, dass die nachhaltige Rendite in der Rentenphase der Buchrendite auf das zu Beginn der Rentenphase investierte Kapital entspricht, häufig nicht zutreffen. Über den Kapitalkosten liegende Buchrenditen können etwa durch in der Vergangenheit nicht aktivierungsfähige Ausgaben (zB in den Aufbau eines Vertriebsnetzes) verzerrt sein, sodass daraus nicht ohne Weiteres auf nachhaltige Überrenditen in der Rentenphase geschlossen werden darf.

Nach Rz 64 KFS/BW1 ist die Annahme nachhaltiger Überrenditen in der Rentenphase im Bewertungsgutachten zu begründen. Als Begründung für eine nachhaltig über den Kapitalkosten liegende (ökonomische) Rendite kommen nach Tz 24 der Empfehlung insb Faktoren in Verbindung mit der Wettbewerbsposition des Unternehmens und Branchenspezifika in Betracht. Der bloße Verweis auf eine zu Beginn der Rentenphase über den Kapitalkosten liegende Buchrendite vermag hingegen die Annahme nachhaltiger Überrenditen in der Rentenphase nicht zu rechtfertigen. Parallel zur Analyse der Kapitalrenditen sollte daher auch die Entwicklung der Umsatzrenditen untersucht werden.

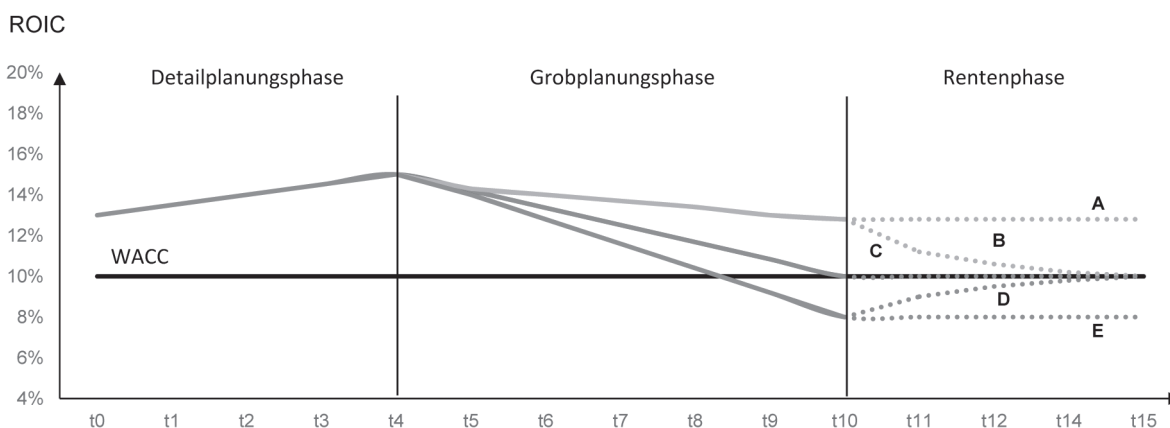


Abb 2: Mögliche Renditeverläufe in der Rentenphase

Die Fallkonstellationen A bis C werden im Folgenden anhand von Beispielen zur Ermittlung des Terminal Value im Equity Approach mithilfe des Value Driver-Modells erläutert. Auf die Fallkonstellationen D und E wird verbal eingegangen.

Fall A

In Fall A liegt die zu Beginn der Rentenphase erwirtschaftete Rendite über den Kapitalkosten und ist das Unternehmen

Beispiel 2:

Das bilanzielle Eigenkapital zu Beginn der Rentenphase (EK_T) beträgt 1.000. Für $T+1$ wird ein Jahresüberschuss iHv 150 erwartet, sodass die Eigenkapitalrentabilität (ROE) 15 % beträgt. Die Eigenkapitalkosten (COE) belaufen sich auf 10 %. Auf Nettoinvestitionen in der Rentenphase wird eine nachhaltige Eigenkapitalrendite (RONE) von 15 % erwartet. Die Thesaurierungsquote bezogen auf den Jahresüberschuss (b^U) beläuft sich auf 40 %. Die Wachstums-



rate g nach dem Value Driver-Modell entspricht dem Produkt $b^{\text{JÜ}} \cdot \text{RONE}$ und beträgt daher 6,0 %. Der Terminal Value errechnet sich mit 2.250, indem der FTE_{T+1} iHv 90 mit dem Kapitalisierungszinssatz von 4,0 % kapitalisiert wird.

Fall B

In Fall B liegt die zu Beginn der Rentenphase erwirtschaftete Rendite ebenfalls über den Kapitalkosten. Anders als in Fall A ist jedoch zu erwarten, dass die Überrendite im Zeitablauf auf das Niveau der Kapitalkosten abschmilzt. Wird als spezifische Ausprägung dieser Fallkonstellation unterstellt, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) der aus den thesaurierten Mitteln finanzierten Nettoinvestitionen nur noch den Kapitalkosten entspricht, während das zu Beginn der Rentenphase investierte Kapital weiterhin Überrenditen in konstanter Höhe erbringt, kann der Terminal Value mithilfe der sog. „Konvergenz-Formel“ nach dem Value Driver-Modell ermittelt werden.²⁹ In dieser Fallkonstellation kommt es zu einem stetigen Abschmelzen der Überrenditen durch die nur mehr in Höhe der Kapitalkosten rentierlichen Nettoinvestitionen in der Rentenphase, sodass sich die Gesamrendite über einen unendlichen Zeitraum den Kapitalkosten annähert. Da die Nettoinvestitionen in der Rentenphase wertneutral wirken, liefert das Wachstum keinen Wertbeitrag.

Beispiel 3:

Bei sonst gegenüber Beispiel 1 unveränderten Annahmen wird unterstellt, dass die nachhaltige Eigenkapitalrendite auf Nettoinvestitionen in der Rentenphase (RONE) nur 10 % beträgt und damit den Eigenkapitalkosten entspricht. Die Wachstumsrate g nach dem Value Driver-Modell sinkt auf 4,0 %. Der Terminal Value errechnet sich mit 1.500, indem der FTE_{T+1} iHv 90 mit dem Kapitalisierungszinssatz von 6,0 % kapitalisiert wird. Alternativ kann der Terminal Value in diesem Fall mithilfe der Konvergenz-Formel als Quotient aus dem Jahresüberschuss iHv 150 und den Eigenkapitalkosten iHv 10 % ermittelt werden.

Fall B erfüllt hinsichtlich der Anforderungen eines Steady State zwar die Voraussetzung des konstanten Wachstums der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase, nicht jedoch die Forderung im Zeitablauf konstanter Renditen. In diesem Fall kann zwar der Terminal Value mit der dargelegten Formel „technisch“ richtig berechnet werden. Allerdings befindet sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens zu Beginn der Rentenphase noch nicht in einem Gleichgewichtszustand, zumal das investierte Kapital und das bilanzielle Eigenkapital mit einer Wachstumsrate wachsen, die von der Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse und des Fremdkapitals abweicht.³⁰

Zu beachten ist auch, dass in Fall B das Tempo des Abschmelzens der Überrenditen von der Höhe der (für den Terminal Value hier irrelevanten) Wachstumsrate g abhängt. Je höher die angenommene Wachstumsrate ist, desto höher fallen die Nettoinvestitionen aus, die nur in Höhe der Kapitalkosten rentieren und so die Gesamrendite vermindern. Höhere Wachstumsraten implizieren damit einen eher schnelleren Abbau der Überrenditen, niedrigere Wachstumsraten einen eher langsameren Abbau.

Fall C

In Fall C entspricht die zu Beginn der Rentenphase erwirtschaftete Rendite den Kapitalkosten, etwa weil ein vollständiger Abbau von Überrenditen bereits in der Grobplanungsphase angenommen wurde. Zusätzlich wird unterstellt, dass sich das langfristige Rentabilitätsniveau ebenfalls mit den Kapitalkosten deckt. In dieser Konstellation entspricht der Terminal Value im Equity Approach dem Buchwert des Eigenkapitals zu Beginn der Rentenphase.

Beispiel 4:

Bei sonst gegenüber Beispiel 3 unveränderten Annahmen wird für $T+1$ ein Jahresüberschuss iHv 100 erwartet, sodass die Eigenkapitalrentabilität zu Beginn der Rentenphase 10 % beträgt und damit sowohl der nachhaltigen Eigenkapitalrendite auf Nettoinvestitionen in der Rentenphase als auch den Eigenkapitalkosten entspricht. Die Wachstumsrate g nach dem Value Driver-Modell beträgt 4,0 %. Der Terminal Value errechnet sich mit 1.000, indem der FTE_{T+1} iHv 60 mit dem Kapitalisierungszinssatz von 6,0 % kapitalisiert wird, und entspricht dem bilanziellen Eigenkapital zu Beginn der Rentenphase. Da $\text{RONE} = \text{COE}$ gilt, kann der Terminal Value auch mithilfe der Konvergenz-Formel als Quotient aus dem Jahresüberschuss iHv 100 und den Eigenkapitalkosten iHv 10 % ermittelt werden.

Abbildung 3 fasst die Ausgangsdaten und Berechnungen für die Fallkonstellationen A bis C zusammen.³¹

	Fall A	Fall B	Fall C
Eigenkapital zu T	1.000	1.000	1.000
ROE	15,0%	15,0%	10,0%
RONE	15,0%	10,0%	10,0%
COE	10,0%	10,0%	10,0%
$b^{\text{JÜ}}$	40,0%	40,0%	40,0%
Jahresüberschuss T+1	150	150	100
Thesaurierung	-60	-60	-40
Ausschüttung	90	90	60
Nettozufluss Anteilseigner T+1	90	90	60
g	6,00%	4,00%	4,00%
Kapitalisierungszinssatz	4,00%	6,00%	6,00%
TV^E zu T	2.250	1.500	1.000

Abb 3: Ermittlung des Terminal Value im Equity Approach für die Fallkonstellationen A bis C

²⁹ Die Empfehlung lässt in Tz 28 offen, welche Annahmen zur langfristigen Rendite auf das investierte Kapital zu Beginn der Rentenphase getroffen werden. Ein Abgehen von der im Value Driver-Modell implizit getroffenen Annahme, dass dieses investierte Kapital ab Beginn der Rentenphase konstante Renditen erbringt, ist daher zulässig.

³⁰ Siehe dazu Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung (2005) 213 ff.

³¹ Für einen Vergleich der Ergebnisse mit jenen bei Anwendung des IDW S1-Ansatzes siehe Rabel, BewP 2016, 20.

Fälle D und E

In Fall D liegt die zu Beginn der Rentenphase erwirtschaftete Rendite unter den Kapitalkosten. Nach Tz 38 der Empfehlung ist in diesem Fall zu untersuchen, ob die mit der Anwendung der Konvergenz-Formel unterstellte Renditeverbesserung während der Rentenphase plausibel ist.³² Sollte – wie im Fall E dargestellt – keine Renditeverbesserung zu erwarten sein, wird empfohlen, die Liquidation als Alternative zur Fortführung des ertragsschwachen Unternehmens zu analysieren.

7. Würdigung

Die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung zu Fragen der Grobplanungs- und Rentenphase enthält zahlreiche Konkretisierungen der Vorgaben des Fachgutachtens KFS/BW1. Im Bestreben, die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Wertermittlung zu erhöhen, werden praxisorientierte Empfehlungen zu komplexen und zum Teil strittigen Fragen gegeben. Während der vom IDW im WP-Handbuch 2014 vertretene Ansatz zur Ermittlung des Terminal Value auf dem Modell vom *Bradley/Jarrell* basiert, folgt die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung dem *Gordon/Shapiro*-Modell und empfiehlt die Verwendung des Value Driver-Modells von *Copeland/Koller/Murrin* als konsistentes Wachstumsmodell zur Ermittlung des Terminal Va-

lue. Auf dieser Grundlage wird eine Trennung zwischen thesaurierungsbedingtem und inflationsbedingtem Wachstum nicht vorgenommen.

Im Rahmen der praktischen Umsetzung ist vor allem auf die häufig eingeschränkte Aussagekraft von Buchrenditen zu achten. Mögliche Verzerrungen der Buchrenditen erfordern vor allem in Verbindung mit der Schätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus in der Rentenphase besondere Vorsicht. Soweit über den Kapitalkosten liegende Buchrenditen etwa auf in der Vergangenheit nicht aktivierungsfähige Ausgaben zurückzuführen sind, kann daraus nicht ohne Weiteres auf nachhaltige Überrenditen in der Rentenphase geschlossen werden.

Bei Unternehmen mit verhältnismäßig geringem Kapitalbedarf bietet sich alternativ zur Anwendung des Value Driver-Modells an, die historische Performance sowie die in der Rentenphase nachhaltig entziehbaren Cashflows anhand der Entwicklung von Residualgewinnen oder Umsatzrenditen zu beurteilen.

32 Analog zu Fall B ist auch in Fall D hinsichtlich der Anforderungen eines Steady State zwar die Voraussetzung des konstanten Wachstums der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase erfüllt, nicht jedoch die Forderung im Zeitablauf konstanter Renditen.

**Der Autor:**

Dr. **Klaus Rabel** ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, CVA (EACVA) und geschäftsführender Gesellschafter der BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft, Graz. Er ist stv. Vorsitzender des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder sowie Autor zahlreicher Fachpublikationen zur Unternehmensbewertung und zum Umgründungssteuerrecht.

✉ klaus.rabel@bdograz.at

🌐 lesen.lexisnexis.at/autor/Rabel/Klaus

Foto: Atelier Jungwirth

digital exklusiv

Die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der KWT zur Grobplanungsphase und zur Rentenphase (Terminal Value), Endfassung vom 4. 11. 2015, finden Sie im Volltext auf rwz.lexisnexis.at unter dem Menüpunkt „Extras/Wissen/Spezielles/Ausgewählte Beiträge“.