

KFS BW1

Fachgutachten

des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder über die

Unternehmensbewertung

(verabschiedet in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation vom 20. 12. 1989 als Fachgutachten Nr 74)

Inhaltsübersicht

Vorbemerkung

1. Gegenstand der Unternehmensbewertung

2. Anlässe für Unternehmensbewertungen

3. Subjektiver und objektiver Unternehmenswert

3.1. Subjektiver Unternehmenswert

3.2. Objektiver Unternehmenswert

4. Funktionen des Gutachters

5. Der Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe

6. Ermittlung der Zukunftserfolge

6.1. Einflußgrößen

6.2. Grundsätze der Ermittlung (Schätzung)

6.3. Die Ergebnisse der Vergangenheit als Orientierungshilfe

7. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

7.1. Bedeutung des Kapitalmarktzinssatzes

7.2. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes aus dem Kapitalmarktzinssatz

7.2.1. Fähigkeit des Unternehmens zur Anpassung an Geldwertänderungen

7.2.2. Sicherheit der zukünftigen Unternehmenserfolge im Vergleich zu den Kapitalmarkterträgen

7.2.3. Unterschiedliche Mobilität der Investitionen

7.2.4. Persönliche Haftung

8. Steuern bei der Ertragswertermittlung

8.1. Allgemeine Grundsätze

8.2. Unterschiedliche Belastung des Unternehmenserfolges und des Ertrages der Vergleichsinvestition mit Ertragsteuern

8.3. Unterschiede zwischen den Zukunftserfolgen und den Bemessungsgrundlagen der Ertragsteuern

9. Substanz und Substanzwert

9.1. Bedeutung der Substanz für die Ermittlung der Zukunftserfolge

9.2. Der (Netto)Substanzwert im Rahmen des Übergewinnverfahrens

9.2.1. Umfang des Substanzwertes

9.2.2. Bewertungsgrundsätze bei der Ermittlung des Substanzwertes

9.2.3. Steuern bei der Ermittlung des Substanzwertes

9.3. Behandlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

10. Berechnung des Unternehmenswertes

10.1. Verwendete Symbole

10.2. Grundsatz

10.3. Der Ertragswert bei unbegrenzter Unternehmensdauer

10.3.1. Der Ertragswert als Ergebnis einer mehrphasigen Diskontierung der zukünftigen Periodenerfolge (Mehrphasenmethode)

10.3.2. Der Ertragswert bei gleichbleibenden Periodenerfolgen

10.3.3. Der Ertragswert nach der Übergewinnmethode

10.4. Der Ertragswert bei begrenzter Unternehmensdauer

11. Vollständigkeitserklärung, Arbeitspapiere und Berichterstattung

Vorbemerkung

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat nach eingehenden Beratungen am 20. Dezember 1989 das nachstehende Gutachten beschlossen, das die Fachgutachten Nr 45 und 47 ersetzt und die seither eingetretene Entwicklung sowie die Empfehlung der UEC (FEE) TRC1 vom Dezember 1980 über die Vorgangsweise von Wirtschaftsprüfern bei der Bewertung ganzer Unternehmen berücksichtigt.

Eingangs verweist der Fachsenat darauf, daß es sich bei diesem Gutachten um keine detaillierten Anweisungen zur Unternehmensbewertung, sondern um die Wiedergabe von derzeit sowohl von der Praxis als auch von der Forschung und Lehre anerkannten Grundsätzen zur Unternehmensbewertung handelt. Die Verantwortung für die Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode liegt beim Gutachter.

1. Gegenstand der Unternehmensbewertung

Gegenstand der Unternehmensbewertung können Unternehmen als Ganzes, abteilbare Unternehmensbereiche, aber auch ein Unternehmensverbund sein. Abteilbare Unternehmensbereiche (Teilbetriebe, eingegliederte Betriebe) müssen selbständig geführt werden (können), dh, daß sie in ihren Beziehungen zum Beschaffungs- und Absatzmarkt und bei ihrer Leistungserstellung nicht der Eingliederung in einen anderen Betrieb oder des Zusammenschlusses mit einem anderen Betrieb bedürfen, wenngleich diese Eingliederung oder dieser Zusammenschluß möglich sind. Auch ruhende Betriebe können Gegenstand der Unternehmensbewertung sein. In diesem Fall sind neben den üblichen laufenden Kosten auch die Kosten der Wiedereingangssetzung zu berücksichtigen. Ein Betrieb, dessen Tätigkeit saisonbedingt unterbrochen ist (zB ein Campagnebetrieb), ist nicht als ruhend anzusehen.

Die Bewertung von Anteilen an Unternehmen kann zusätzliche Überlegungen erfordern. In diesem Gutachten werden nicht behandelt:

- Fälle vertraglicher oder auftragsgemäßer Wertfeststellung, die sich nach abweichenden vorgegebenen Regelungen richten,
- vereinfachte Preisfindungen ohne Unternehmensbewertung (zB Anwendung marktüblicher Multiplikatoren oder branchentypischer Kennzahlen),
- die Bewertung von Unternehmen, die nicht nach erwerbswirtschaftlichen Grundsätzen tätig sind.

2. Anlässe für Unternehmensbewertungen

Anlässe für Unternehmensbewertungen nach diesem Fachgutachten können sein:

- Ermittlung von Entscheidungswerten (zB Kauf, Verkauf, Verschmelzung, Entflechtung = Ausgliederung),
- Findung eines angemessenen Preises ohne vorhandene Entscheidungsfreiheit (zB Enteignung, gerichtliche Überprüfung der Frage, ob das Abfindungsangebot bei einer Verschmelzung angemessen ist, gerichtliche Erbteilung, Pflichtteilsabfindungen),
- sonstige Anlässe, die die Beurteilung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens erfordern (zB Beurteilung der Kreditfähigkeit oder Sanierungsfähigkeit, Beurteilung bilanzieller Beteiligungsansätze).

3. Subjektiver und objektiver Unternehmenswert

Abhängig vom Standpunkt, von dem aus die Wertermittlung vorgenommen wird, können sich verschiedene Unternehmenswerte ergeben.

3.1. Subjektiver Unternehmenswert

Erfolgt die Bewertung aus der Sicht eines bestimmten Veräußerers oder Erwerbers unter Berücksichtigung von dessen Investitionsalternativen und persönlichen (beispielsweise steuerlichen) Verhältnissen, wird ein subjektiver Unternehmenswert ermittelt.

3.2. Objektiver Unternehmenswert

Der objektivierte Unternehmenswert drückt den Wert des im Rahmen des vorhandenen Unternehmenskonzeptes fortgeführten Unternehmens, gemessen an einer alternativen Investition am Kapitalmarkt, aus. Er wird mit Hilfe von Annahmen ermittelt, die für das Verhalten einer Mehrzahl potentieller Erwerber von Unternehmen im Sinne einer rationalen Kapitalanlageentscheidung als repräsentativ angesehen werden. Änderungen der Unternehmenstätigkeit, der Rechtsform und des Unternehmensverbundes sind nur dann bei der Bewertung zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen sicher zu erwarten sind, insbesondere wenn vom Unternehmen bereits Maßnahmen getroffen wurden, um diese Änderungen herbeizuführen.

4. Funktionen des Gutachters

Bei der Bewertung von Unternehmen kann ein Gutachter in verschiedenen Funktionen tätig werden, und zwar

- als neutraler Gutachter,
- als Berater des Käufers oder Verkäufers bei subjektiven Bewertungsüberlegungen,
- als Schiedsgutachter in der Vermittlungsfunktion.

Der neutrale Gutachter fungiert als unparteiischer Sachverständiger.

Als Berater des Käufers oder Verkäufers verbindet der Gutachter seine Feststellungen mit subjektiven Vorstellungen und Gegebenheiten seines Auftraggebers und ermittelt so dessen subjektiven Entscheidungswert; er hat in einem solchen Fall seine Beraterfunktion und die der Bewertung zugrundegelegten Prämissen eindeutig offen zulegen.

In besonderen Fällen, vor allem in Konfliktsituationen zwischen den Parteien, kann der Gutachter als Schiedsrichter tätig sein, der in angemessenem Umfang subjektive Wertvorstellungen der Parteien gewichtet und diese in das Gutachten einfließen läßt, um daraus einen Einigungswert zu gewinnen.

5. Der Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe

Unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele leitet sich der Wert eines Unternehmens aus seinen nachhaltig erzielbaren Zukunftserfolgen ab. Er ergibt sich grundsätzlich als Barwert dieser Zukunftserfolge (Ertragswert). Verfügt das Unternehmen über nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, müssen diese unter Beachtung der damit zusammenhängenden Schulden einer gesonderten Bewertung unterzogen werden. Der resultierende Wert ist dem Ertragswert hinzuzufügen.

Der Ertragswertermittlung kann ein zahlungsstromorientiertes oder ein periodenerfolgsorientiertes Verfahren zugrundegelegt werden.

Bei Anwendung des zahlungsstromorientierten Verfahrens ergibt sich der Wert des

Unternehmens aus dem Barwert der zukünftigen Geldüberschüsse (Differenz aus Einnahmen und Ausgaben).

Ein Unternehmen ist jedoch im Gegensatz zu einem einzelnen Investitionsobjekt eine komplexe Gesamtheit, deren künftige Zahlungsströme nur für einen kurzen Zeitraum genau geplant werden können. Da sich im Hinblick auf die Vielzahl der auf die Zahlungsströme einwirkenden Einflußgrößen häufig kompensatorische Effekte ergeben, sodaß Periodenerfolge und Geldüberschüsse weitgehend übereinstimmen, bilden die aus den künftigen Erträgen und Aufwendungen abgeleiteten Periodenerfolge in der Regel eine geeignete Grundlage der Ertragswertermittlung. Erkennbare Unterschiede zwischen Einnahmen und Erträgen bzw zwischen Ausgaben und Aufwendungen in den einzelnen Perioden können zu einer Kombination des periodenerfolgsorientierten mit dem zahlungsstromorientierten Verfahren führen (zB Ersatz von Abschreibungen durch Investitionsausgaben für Großanlagen).

6. Ermittlung der Zukunftserfolge

6.1. Einflußgrößen

Sowohl die positiven als auch die negativen Einflußfaktoren auf die Zukunftserfolge können wegen ihrer Vielfalt nur beispielhaft aufgezählt werden.

Zu den Einflußgrößen zählen vor allem:

- Unternehmensgegenstand, Rechtsform, Branche, Betriebsgröße, Standort
- Qualität der Führungskräfte
- Ausbildungsstand, Motivation und Altersstruktur der Belegschaft, Betriebsklima, Sozialeinrichtungen
- Betriebsorganisation
- Produktgestaltung und Produktlebenszyklus
- Forschungsaktivitäten, Know-how, Entwicklungsvorsprung bzw -rückstand, bestehende und länger- oder kürzerfristig kündbare Lizenzverträge
- Marktanteile, Wettbewerbslage, Absatzverträge und deren Kündbarkeit, Absatzmärkte (In- und Ausland), drohende Substitutionsprodukte
- Mode und Geschmacksabhängigkeit der Produkte
- Kostenstruktur (Fixkostenanteil), Beschaffungsvorgänge und deren Kündbarkeit
- Währungsrisiko
- Finanzierungsstruktur, verfügbares Kreditvolumen
- Konjunkturlage und erwartete Veränderungen

6.2. Grundsätze der Ermittlung (Schätzung)

Die Prognose zukünftiger Erfolge ist in der Regel mit Unsicherheiten behaftet, die mit der Entfernung vom Bewertungsstichtag zunehmen. Die Unsicherheiten können durch eine möglichst vollständige Informationsbeschaffung, die eine Bewertung und Gewichtung der Chancen und Risiken ermöglicht, vermindert werden. Den Schwierigkeiten der Prognose

kann durch die Unterteilung des Planungszeitraumes in Phasen mit unterschiedlicher Genauigkeit und Verlässlichkeit der Schätzung, durch die Aufspaltung der erwarteten Zukunftserfolge nach der Wahrscheinlichkeit ihrer Nachhaltigkeit und durch Festlegung von Bandbreiten für Berechnungsvarianten Rechnung getragen werden.

Bei der Ermittlung der Zukunftserfolge ist das Imparitätsprinzip nicht anzuwenden, dh, es sind nicht nur Risiken, sondern auch Chancen zu berücksichtigen.

Die Zukunftserfolge sind grundsätzlich unter der Annahme der Aufrechterhaltung der Leistungsfähigkeit des Unternehmens zu ermitteln. Werden Änderungen der Unternehmenstätigkeit, der Rechtsform oder des Unternehmensverbundes berücksichtigt, so sind neben deren Auswirkungen auf die künftigen laufenden Erfolge auch die einmaligen Aufwendungen für diese Änderungen zu erfassen. Im Bericht über die Unternehmensbewertung ist zu begründen, warum die Bewertung unter der Annahme dieser Änderungen vorgenommen wurde.

Die Zulässigkeit der Berücksichtigung von Synergieeffekten, die anlässlich des Überganges eines Unternehmens entstehen oder untergehen, hängt von der Aufgabenstellung und der Funktion des Gutachters ab.

Werden den Zukunftserfolgen subjektive Erwartungen zugrundegelegt, die der Gutachter nicht zumindest auf ihre Plausibilität überprüfen kann, ist er jedenfalls verpflichtet, diesen Umstand in seinem Bericht ausführlich darzustellen.

6.3. Die Ergebnisse der Vergangenheit als Orientierungshilfe

Können die künftigen Erfolge aus den Ergebnissen der Unternehmensplanung abgeleitet werden, dienen die Erfolgsdaten der jüngeren Vergangenheit dem Gutachter als Mittel der Kontrolle der Verlässlichkeit und Brauchbarkeit der Plandaten.

Liegen keine geeigneten Plandaten vor, müssen die Zukunftserfolge unmittelbar aus den Ergebnissen der jüngeren Vergangenheit abgeleitet werden. Dabei sind die Vergangenheitserfolge um außerordentliche Komponenten und einmalige Einflüsse, die sich in Zukunft voraussichtlich nicht wiederholen werden, und um die im Zeitpunkt der Unternehmensbewertung bereits eingetretenen oder erkennbaren Veränderungen der in der Vergangenheit wirksam gewesenen Erfolgsfaktoren zu berichtigen. Dies gilt insbesondere dann:

- wenn sich das Leistungsprogramm oder die Kapazität des Unternehmens in jüngster Zeit erheblich geändert haben 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 bestanden haben 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 durch Einnahmen- oder Ausgabenüberschüsse in den nächsten Jahren eine Veränderung der Belastung mit Fremdkapitalaufwendungen zu erwarten ist, die nicht durch Veränderungen sonstiger Erfolgskomponenten ausgeglichen wird,

- wenn damit gerechnet werden muß, daß wesentliche Änderungen in den Führungskräften und im Mitarbeiterstab des Unternehmens eintreten,
- wenn in den Vergleichsjahren der Vergangenheit entweder besonders intensiv und mit konkreter Aussicht auf erfolgsbringende Innovationen geforscht oder die Forschung vernachlässigt wurde.

Finden bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften Leistungen des Unternehmers (eines Gesellschafters) für das Unternehmen (Unternehmerlohn, Mieten, Zinsen für im Falle der Veräußerung des Unternehmens rückzuzahlende Gesellschafterdarlehen) keinen Niederschlag in der Erfolgsrechnung oder werden Leistungen des Unternehmens an den Unternehmer (einen Gesellschafter) nicht in der Erfolgsrechnung erfaßt, sind die Vergangenheitserfolge um diese Erfolgskomponenten zu bereinigen.

7. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

7.1. Bedeutung des Kapitalmarktzinssatzes

Einem Investor stehen alternativ zum Erwerb des Unternehmens verschiedene Anlagemöglichkeiten offen. Aus subjektiver Sicht bildet der Ertrag der günstigsten in Betracht kommenden Alternativanlage im Verhältnis zu deren Preis die Basis zur Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes.

Befindet sich der Gutachter in einer beratenden Funktion und erhält er vom Auftraggeber entsprechende Angaben über eine derartige Alternativanlage, orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz am Ertrag dieser Investition.

In der Regel fehlen Angaben über Investitionsalternativen, weswegen sich als allgemein verwendete Vergleichsveranstaltung jene am Kapitalmarkt, und zwar in festverzinsliche Anleihen von Schuldner erster Bonität, herausgebildet hat. Als Anhaltspunkt für die Feststellung der aus diesen Anleihen erfließenden Erträge (Zinsen) kann die mittlere Sekundärmarktrendite gemäß Tabelle 2.33 der Oesterreichischen Nationalbank (Einmalemissionen) herangezogen werden. Ist diese Rendite durch Sondereinflüsse (Kreditrestriktionen, vorübergehende Kapitalüberschüsse, Zinsbeeinflussungen durch die Nationalbank) verzerrt, ist ein von diesen Einflüssen bereinigter Zinssatz heranzuziehen. Die Abweichung ist zu begründen.

7.2. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes aus dem Kapitalmarktzinssatz

Da sich Anleihertrag und Unternehmenserfolg in mehrfacher Hinsicht unterscheiden, kann der Kapitalmarktzinssatz nicht unmittelbar zur Ermittlung des Unternehmenswertes herangezogen werden. Die Vergleichbarkeit ist insbesondere in folgenden Punkten durch Zu- und Abschläge herzustellen. Dabei ist zu beachten, daß bereits geringfügige Veränderungen der Zu- und Abschläge zu sehr unterschiedlichen Unternehmenswerten führen. Art und Höhe der angewendeten Zu- und Abschläge sind zu begründen.

7.2.1. Fähigkeit des Unternehmens zur Anpassung an Geldwertänderungen

Der Zinssatz von Anleihen, die nominell gebunden sind und keinen Schutz gegen Geldentwertung bieten, enthält eine Komponente, durch die die erwartete künftige Geldentwertung abgegolten werden soll. Insoweit ein Unternehmen in der Lage ist, die Geldentwertung durch Anpassung seiner nominellen Erfolge an den geänderten Geldwert auszugleichen, ist bei der Ermittlung des Zinssatzes, der für die Diskontierung der Zukunftserfolge verwendet wird, ein Abschlag vom Kapitalmarktzinssatz vorzunehmen. Dieser Geldwertanpassungsabschlag ist keinesfalls schematisch in Höhe der jeweiligen Geldentwertungsrate bzw. der im Kapitalmarktzinssatz enthaltenen Geldentwertungsprämie zu bemessen, da Anpassungen der nominellen künftigen Erfolge an die geänderten

Geldwertverhältnisse nicht bei jedem Unternehmen im gleichen Ausmaß erwartet werden können.

Wird bei der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes ein Abschlag vom Kapitalmarktzinssatz berücksichtigt, dürfen bei der Ermittlung der Zukunftserfolge geldwertbedingte Erfolgserhöhungen nicht angesetzt werden.

7.2.2. Sicherheit der zukünftigen Unternehmenserfolge im Vergleich zu den Kapitalmarkterträgen

Die zukünftigen Unternehmenserfolge sind im Gegensatz zu den Anleiherträgen in der Regel mit Unsicherheiten behaftet, die ihre Ursache in allgemeinen und speziellen Unternehmerrisiken haben.

Das allgemeine Unternehmerrisiko (Unternehmerwagnis) ergibt sich generell aus der Investition in ein Unternehmen; zu diesem Risiko gehören die Gefahr von Konjunkturschwankungen, nicht vorhersehbare Umwelteinflüsse und Probleme, die sich aus der Branche des Unternehmens ergeben. Es ist durch einen Zuschlag zum Kapitalmarktzinssatz zu erfassen.

Im Gegensatz dazu ist das spezielle Unternehmerrisiko, welches sich aus der besonderen Situation des zu bewertenden Unternehmens ergibt, bei der Ermittlung der Zukunftserfolge zu berücksichtigen.

7.2.3. Unterschiedliche Mobilität der Investitionen

Unternehmen und nicht notierte Unternehmensanteile sind schwerer verkäuflich als Anleihen. Die geringere Mobilität erfordert einen Zuschlag zum Kapitalmarktzinssatz. Dieser Zuschlag hängt unter anderem von der Branche, der Unternehmensgröße, der Rechtsform, dem Standort und der Standortgebundenheit sowie der Einbindung in einen Unternehmensverbund ab.

7.2.4. Persönliche Haftung

Für die persönliche Haftung, die sich aus der Rechtsform des Unternehmens, aus der Stellung des Unternehmers oder Gesellschafters als Vollhafter und aus vertraglichen Vereinbarungen ergibt, ist in der Regel weder ein Abschlag von den Zukunftserfolgen noch ein Zuschlag zum Zinssatz gerechtfertigt. Allenfalls können die Einmalkosten, die mit einer Rechtsformänderung zusammenhängen, bei der Ermittlung der Zukunftserfolge angesetzt werden.

8. Steuern beider Ertragswertermittlung

8.1. Allgemeine Grundsätze

Bei der Unternehmensbewertung ist es erforderlich, die Äquivalenz zwischen der steuerlichen Belastung der Zukunftserfolge des zu bewertenden Unternehmens und der Vergleichsinvestitionen herzustellen.

Unterschiede in der Belastung können in den Steuern, in den steuerlichen Bemessungsgrundlagen und in den Steuersätzen liegen.

Die Steuerbelastung für die entnommenen bzw ausgeschütteten Erfolge eines Unternehmens hängt davon ab, ob der jeweilige Eigentümer des Unternehmens bzw der Geschäftsanteile eine natürliche oder juristische Person ist und ob der Eigentümer seinen Wohnsitz bzw seinen Sitz im Inland oder Ausland hat; bei natürlichen Personen hängt die Steuerbelastung auch von der Höhe der anderen Einkünfte dieser Personen ab.

Eine genaue Berücksichtigung der künftigen Steuerbelastung ist lediglich bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswertes möglich; in diesem Fall sind die individuellen steuerlichen Verhältnisse des jeweiligen Veräußerers bzw Erwerbers zu berücksichtigen.

Für die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes sind die steuerlichen Verhältnisse, die für eine Mehrzahl potentieller Erwerber als repräsentativ gelten können, maßgebend. Der Ansatz der Steuern erfolgt grundsätzlich nach dem Stand der Gesetzgebung im Bewertungszeitpunkt; eindeutig absehbare Änderungen sind zu berücksichtigen.

8.2. Unterschiedliche Belastung des Unternehmenserfolges und des Ertrages der Vergleichsinvestition mit Ertragsteuern

Sind die steuerlichen Belastungen des Unternehmenserfolges und des Ertrages der Vergleichsinvestition dem Grunde und der Höhe nach - letzteres in Abhängigkeit von den Bemessungsgrundlagen, die für die Zukunft angenommen werden - unterschiedlich, sind der Berechnung die Erfolge bzw Erträge nach Steuern zugrunde zu legen. Der Kapitalisierungszinssatz wird in diesem Fall aus dem Ertrag der Vergleichsinvestition nach Steuern abgeleitet.

Die Berechnung auf Basis der Erfolge bzw Erträge vor Steuern ist dann zulässig, wenn die steuerlichen Belastungen der erwarteten Zukunftserfolge und der Erträge der Vergleichsinvestition gleich hoch sind oder die Belastungsdifferenz (zB Gewerbeertragsteuer) berücksichtigt wird.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes kann es empfehlenswert sein, daß der Gutachter ausführt, welche Auswirkungen sich auf den Unternehmenswert ergeben, wenn das Unternehmen auf einen Erwerber übergeht, dessen steuerliche Verhältnisse von den dem Bewertungsgutachten zugrundegelegten Verhältnissen abweichen.

8.3. Unterschiede zwischen den Zukunftserfolgen und den Bemessungsgrundlagen der Ertragsteuern

Diese Unterschiede können folgende Ursachen haben:

- Verminderung bzw zeitliche Verlagerung der Steuerbelastung durch Inanspruchnahme von Investitionsbegünstigungen und sonstigen Steuerbegünstigungen,
- Verminderung der Steuerbelastung (für einen begrenzten Zeitraum) durch steuerliche Verlustvorträge,
- Erhöhung der Steuerbelastung durch Nachversteuerung von unversteuerten Rücklagen und Bewertungsreserven,
- Steuermehr- und -minderbelastungen aus steuerlich belasteten Aufwendungen und steuerfreien Erträgen (Spenden, Teile der Aufsichtsratsvergütungen, Forschungsförderung, Beteiligungserträge, Gewerbeertragsteuer von Dauerschuldzinsen, Vermögensteuer usw),
- Steuermehr- und -minderaufwendungen, die sich dadurch ergeben, daß die aus den Buchwerten der Vermögensgegenstände und Schulden in der Steuerbilanz abgeleiteten künftigen steuerwirksamen Aufwendungen von jenen Aufwendungen abweichen, die bei der Berechnung der Zukunftserfolge angesetzt werden.

Die Steuermehr- oder -minderaufwendungen, die sich auf Grund der Abweichung der Zukunftserfolge vor Steuern von den Bemessungsgrundlagen für deren Besteuerung ergeben, sind entsprechend zu berücksichtigen.

Auch wenn der Ertragswert aus den künftigen Zahlungsströmen abgeleitet wird, ist die Steuerbelastung in den einzelnen Rechnungsperioden vom jeweiligen steuerlichen Ergebnis zu berechnen.

9. Substanz und Substanzwert

9.1. Bedeutung der Substanz für die Ermittlung der Zukunftserfolge

Die Substanz eines Unternehmens, zu der dessen Vermögen und Lasten gehören, ist aus folgenden Gründen für die Zukunftserfolge von Bedeutung:

- Das Vermögen des zu bewertenden Unternehmens bildet eine wesentliche Grundlage für dessen künftige Ertragsfähigkeit. Das am Bewertungsstichtag vorhandene Vermögen führt zu künftigen Einnahmen oder zur Minderung künftiger Ausgaben.

Bei der Ermittlung der zukünftigen Erfolge ist von der bestehenden Vermögenssubstanz auszugehen; aller zur Erhaltung der Substanz erforderlichen Aufwendungen bzw Ausgaben (zB Abschreibungen, Instandhaltungen, Versicherungsprämien) sind zu berücksichtigen. Grundlage für die Abschreibungen bilden die Werte des Anlagevermögens gemäß Abschn 9.2.2.

Die Investitionsausgaben für die Erneuerung des vorhandenen Anlagevermögens sind in eine ergänzende Finanzbedarfsrechnung einzubeziehen, sodaß bei Auseinanderfallen von Investitionsausgaben und Abschreibungen die Auswirkungen auf die Finanzierungsaufwendungen bzw -erträge berücksichtigt werden können.

Ist das Vermögen quantitativ oder qualitativ für die den Zukunftserfolgen zugrundegelegten Leistungen nicht geeignet, sind die Auswirkungen notwendiger Anpassungen bei der Berechnung der Zukunftserfolge zu berücksichtigen.

Der Substanz kommt auch im Rahmen der Risikobeurteilung und der Beurteilung der Mobilität Bedeutung zu. Insbesondere bilden die Höhe und die Sicherheit der Erfassung und Bewertung der Lasten einen wesentlichen Risikofaktor für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens.

9.2. Der (Netto)Substanzwert im Rahmen des Übergewinnverfahrens

9.2.1. Umfang des Substanzwertes

(Netto)Substanzwert ist der aus der Bewertung des Vermögens, der Schulden und sonstigen Lasten resultierende Nettowert (Substanzwert des Eigenkapitals). Bei Anwendung des Übergewinnverfahrens wird aus dem (Netto)Substanzwert der als nachhaltig angesehene Teil der Zukunftserfolge abgeleitet (Abschnitt 10.3.3.).

In die Substanzwertermittlung werden nur solche Vermögensgegenstände aufgenommen, die üblicherweise einzeln, dh losgelöst von einem Unternehmen, Betrieb oder Teilbetrieb, Gegenstand des wirtschaftlichen Verkehrs sind. Immaterielles Vermögen, welches keinen selbständigen Verkehrswert hat, geht somit nicht in den Substanzwert ein, sondern findet in der Regel im Zukunftserfolg seinen Niederschlag. Ausreichend konkretisierbare Erfolge aus schwebenden Geschäften sind zu berücksichtigen.

9.2.2. Bewertungsgrundsätze bei der Ermittlung des Substanzwertes

Bei der Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens ist die Weiterführung des Betriebes (going concern) zu unterstellen. Der Niederstwertgrundsatz und das Imparitätsprinzip sind nicht anzuwenden.

Das Anlagevermögen ist unter Berücksichtigung seiner qualitativen Eignung für den Leistungsprozeß, seines Alters und seiner Restnutzungsdauer unter Bedachtnahme auf die Wiederbeschaffungskosten zu bewerten.

Anlagen, die auf Grund von Überkapazitäten oder auf Grund von Änderungen der Betriebsleistung für die betriebliche Leistungserstellung nicht mehr zu verwenden sind, sind mit dem Veräußerungspreis anzusetzen. Bei Anlagen, deren Leistungsfähigkeit auf Grund der technischen Entwicklung oder auf Grund von Änderungen des Leistungsprogrammes des Unternehmens geringer ist als die Leistungsfähigkeit wiederzubeschaffender Anlagen, sind angemessene Wertabschläge vorzunehmen; die Wertabschläge sollen so bemessen werden, daß die künftigen Mehrausgaben oder Mindereinnahmen, die sich im Vergleich zum Einsatz moderner Anlagen ergeben, ausgeglichen werden.

Das Sachumlaufvermögen ist nach dem Grundsatz der verlustfreien Bewertung anzusetzen. Wertmindernde Faktoren, wie technische oder modische Entwertung, Qualitätsmängel, vergleichsweise geringe Umschlagshäufigkeit, Verwertungs- und Veräußerungsrisiken, sind durch entsprechende Abschläge zu berücksichtigen.

Nicht oder niedrig verzinsliche Forderungen und Verbindlichkeiten sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, Wertsicherungen sind zu berücksichtigen. Rückstellungen sind in ausreichendem Maße zu bilden.

Sind in Einzelfragen besondere Spezialkenntnisse erforderlich, empfiehlt sich die Beiziehung eines Sachverständigen für das betreffende Gebiet.

9.2.3. Steuern bei der Ermittlung des Substanzwertes

Sind bei der Berechnung des Substanzwertes die Ansätze von Vermögenswerten höher und jene von Schulden niedriger als die Wertansätze in der Steuerbilanz, ist der Barwert der für diese Unterschiede künftig anfallenden Ertragsteuern als Schuldposten anzusetzen; dasselbe gilt für die Ertragsteuern, die künftig für unversteuerte Rücklagen, welche steuerpflichtig aufzulösen sein werden, anfallen werden. Bei der Ermittlung des Barwertes der künftig anfallenden Steuern sind die Zeitpunkte, in denen die Steuern voraussichtlich fällig werden, sowie allfällige steuerliche Verlustvorträge zu berücksichtigen.

Sind dagegen die Ansätze von Vermögenswerten niedriger und jene von Schulden höher als die entsprechenden Wertansätze in der Steuerbilanz, ist der Barwert der künftigen Steuerersparnisse insoweit anzusetzen, als die Realisierung dieser künftigen Steuerersparnisse mit ausreichender Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann.

Die Aussagen der beiden vorangehenden Absätze gelten nur dann, wenn die Unterschiede zwischen dem Substanzwert und den Wertansätzen in der Steuerbilanz durch die Veräußerung des Unternehmens nicht beseitigt werden. Führt die Veräußerung dazu, daß die mit den Wertunterschieden verbundenen Steuern den Veräußerer und nicht den Erwerber treffen, so gehen die steuerlichen Belastungen und allenfalls Entlastungen nur in die subjektiven Wertvorstellungen des Veräußerers ein.

9.3. Behandlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Vermögensteile, die für die der Bewertung zugrundegelegte Leistungserstellung nicht notwendig und somit vom Unternehmen abspaltbar sind, zB betrieblich nicht genutzte Grundstücke oder Überbestände an liquiden Mitteln, müssen gesondert erfaßt und bewertet werden. Diese Vermögensteile sind in der Regel mit ihrem Nettoveräußerungserlös anzusetzen. Die steuerlichen Konsequenzen, die sich bei der Veräußerung ergeben, sind zu berücksichtigen.

10. Berechnung des Unternehmenswertes

10.1. Verwendete Symbole

Bei der nachfolgenden Darstellung der unterschiedlichen Methoden werden folgende Symbole verwendet:

U = Unternehmenswert

E = Ertragswert

$e_1, e_2 \dots e_n$ = Periodenerfolg (Jahreserfolg)

e_z = gleichbleibender Periodenerfolg (Jahreserfolg)

t = Zeitfaktor

i = p/100 = Kapitalisierungszinssatz

v = 1/(1+i) = Abzinsungsfaktor

$T_{IV/m}$ = Barwert einer auf m Jahre beschränkten Rente

S = (Netto)Substanzwert (ohne nicht betriebsnotwendiges Vermögen)

W = Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

L = Liquidationsüberschuß

10.2. Grundsatz

Grundsätzlich ergibt sich der Unternehmenswert als Barwert der zukünftigen Erfolge (Ertragswert) zuzüglich des Wertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:

$$U = E + W$$

Die Untergrenze des Ertragswertes bildet der Barwert des aus der Liquidation des betriebsnotwendigen Vermögens erzielbaren Überschusses (Liquidationsüberschuß).

10.3. Der Ertragswert bei unbegrenzter Unternehmensdauer

10.3.1. Der Ertragswert als Ergebnis einer mehrphasigen Diskontlierung der zukünftigen Periodenerfolge (Mehrphasenmethode)

Eine genaue Erfolgsplanung ist in der Regel nur für einen beschränkten Zeitraum (etwa 3 bis 5 Jahre) möglich. Liegt eine derartige Erfolgsplanung vor bzw ist sie erstellbar, werden für den Zeitraum m die individuellen Periodenerfolge kapitalisiert; für alle nachfolgenden Perioden werden gleichbleibende Erfolge angesetzt, die als ewige Rente kapitalisiert und auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden:

$$E = e_1 \cdot v + e_2 \cdot v^2 + \dots e_m \cdot v^m + e_z/i \cdot v^m$$

$$E = \sum_{t=1}^m e_t \cdot v^t + e_z/i \cdot v^m$$

10.3.2. Der Ertragswert bei gleichbleibenden Periodenerfolgen

Können für die Zukunft gleichbleibende Periodenerfolge unterstellt werden, ergibt sich der Ertragswert als Barwert einer ewigen Rente:

$$E = e_z/i$$

10.3.3. Der Ertragswert nach der Übergewinnmethode

Die Übergewinnmethode stellt eine Sonderform der Mehrphasenmethode dar, bei der die Erfolge, welche die Normalverzinsung übersteigen, nur für einen begrenzten Zeitraum (Übergewinndauer = m) angesetzt werden. Dieser Methode liegt insbesondere die Überlegung zugrunde, daß Erfolge, die über eine normale Verzinsung des eingesetzten Kapitals hinausgehen, vielfach der Ausfluß überdurchschnittlicher Unternehmerleistung, einer guten Konjunkturlage oder einer Monopolstellung sind, und daß diese Einflußfaktoren nur zeitlich begrenzt wirksam sind. Bei Anwendung der Übergewinnmethode ist es

erforderlich, den Substanzwert zu ermitteln, um jenen durch das eingesetzte Kapital fundierten Erfolg abzuleiten, der als nachhaltig angesehen wird.

Die Übergewinndauer hängt von der Beurteilung der in Abschnitt 6.1. angeführten Einflußgrößen auf den Zukunftserfolg ab:

$$E = \sum_{t=1}^m (e_t - S \cdot i) v^t + S$$

Können für die Übergewinndauer gleichbleibende Periodenerfolge unterstellt werden, dann gilt:

$$E = (e_z - S \cdot i) T_{IV/m} + S$$

Erreicht der nachhaltige Zukunftserfolg nicht die Verzinsung des Substanzwertes, ist die Übergewinnmethode nicht anwendbar.

10.4. Der Ertragswert bei begrenzter Unternehmensdauer

Ist eine begrenzte Dauer des Unternehmens zu unterstellen (das Unternehmen wird nur über den Zeitraum m , an dessen Ende die Liquidation erfolgt, fortgeführt bzw die weitere Fortführung des Unternehmens ist ungewiß), ergibt sich der Ertragswert als Summe der Barwerte der Zukunftserfolge zuzüglich des Barwertes des Liquidationsüberschusses:

$$E = e_1 \cdot v + e_2 \cdot v^2 + \dots + e_m \cdot v^m + L_m \cdot v^m \\ = \sum_{t=1}^m e_t \cdot v^t + L_m \cdot v^m$$

Liquidationsüberschuß ist die Differenz aus den Brutto-Liquidationserlösen und den Schulden, sonstigen Lasten und Liquidationskosten. Bei der Ermittlung der Brutto-Liquidationserlöse sind für die Vermögenswerte die erzielbaren Verkaufserlöse anzusetzen. Die steuerlichen Auswirkungen des Liquidationsergebnisses sind zu berücksichtigen.

Vielfach wird eine allmähliche Verflüssigung von Teilen des Vermögens zu berücksichtigen sein. Die Teilliquidationserlöse(-überschüsse) sind diesfalls in die Periodenerfolge einzubeziehen. Soweit Anlagen nicht mehr ersetzt werden sollen, erhöhen deren Abschreibungen die Periodenerfolge.

11. Vollständigkeitserklärung, Arbeitspapiere und Berichterstattung

Zur Absicherung des Gutachters soll dieser vom Auftraggeber und von jenen Personen, die ihm gegenüber zur Erteilung von Informationen verpflichtet waren, eine Erklärung über die Vollständigkeit der ihm für die Bewertung des Unternehmens bekanntgegebenen Daten und erteilten Auskünfte verlangen. Überdies ist eine Erklärung einzuholen, in der die Unternehmensleitung bestätigt, daß die von ihr vorgelegten Plandaten aus heutiger Sicht die erwartete zukünftige Entwicklung zutreffend wiedergeben.

Die Arbeitspapiere dienen einerseits der Dokumentation über den Umfang der geleisteten Arbeiten und andererseits der Ermöglichung des Nachvollzuges der vorgenommenen Bewertungsschritte.

Bei der Berichterstattung (Gutachtenstellung) hat der Gutachter außer der Angabe des Bewertungsanlasses jedenfalls darzustellen, in welcher Funktion er tätig war. Neben der Beschreibung des zu bewertenden Unternehmens ist der Darlegung der Einschätzung der der Bewertung zugrundeliegenden Informationen besonderes Augenmerk zuzuwenden, da damit auch die Sicherheit des Ergebnisses bzw die Annahme von Bandbreiten begründet werden. Das Bewertungsverfahren und die vorgenommenen Bewertungsschritte sind anzugeben. Mit der Darstellung des Ergebnisses samt allfälligen Bemerkungen schließt die Berichterstattung.