

*Ewald Aschauer*

# Grundfragen der Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren und aktuelle Parameter

- I. Einleitung
- II. Rahmenbedingungen in der Unternehmensbewertung
- III. Methoden der Unternehmensbewertung
  - A. Kostenorientierte Verfahren
  - B. DCF-Verfahren und Capital Asset Pricing Model (CAPM)
  - C. Marktpreisorientierte Verfahren
- IV. Aktuelle Parameter
  - A. Basiszinssatz
  - B. Marktrisikoprämie
  - C. Beta-Faktor
- V. Zusammenfassung

## I. Einleitung

Vielfältige (rechtliche) Bewertungsanlässe erfordern die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts.<sup>1)</sup> Dieser Beitrag legt die in der Unternehmensbewertung geltenden Grundlagen dar, stellt die Methoden der Unternehmensbewertung im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung vor und geht auf die aktuellen Parameter der Unternehmensbewertung ein. Es wird insb gezeigt, dass viele Diskussionsfelder im Bereich der Unternehmensbewertung an Problem Punkten angelegt sind, die die Grundlage einer jeden Unternehmensbewertung bilden und für den Bewerter daher den unüberwindbaren Rahmen darstellen. Weiters werden die Methoden der Unternehmensbewertung besprochen und die Annahmen und Hintergründe gezeigt. Nur durch eine theoretische Fundierung der Unternehmensbewertung ist in der Praxis ein Maßstab zur Beurteilung von Unternehmenswerten gegeben. Zuletzt werden in dem Beitrag die in der Praxis geltenden Vorgaben bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes besprochen und die Freiräume, die sich für den Bewerter dabei bilden, aufgezeigt.

---

<sup>1)</sup> Vgl bspw *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht (2007); *Großfeld*, Unternehmensbewertung<sup>7</sup> (2012); *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung<sup>3</sup> (1994).

## II. Rahmenbedingungen in der Unternehmensbewertung

Wenn man sich mit dem Thema Unternehmensbewertung auseinandersetzt, sind gewisse Rahmenbedingungen zu beachten, die Teil der Problemstellung sind, einen Unternehmenswert herzuleiten.<sup>2)</sup> Der erste Punkt bezieht sich darauf, dass ein Unternehmenswert immer auf den Erwartungen über zukünftige Verhältnisse basiert. Diese Grundbedingung der Zukunftsgerichtetheit ist unabhängig davon gegeben, welches Bewertungsverfahren zur Anwendung kommt. Das Prognoseproblem ist daher ein inhärenter Bestandteil einer jeden Unternehmensbewertung.<sup>3)</sup> Eine weitere Rahmenbedingung der Unternehmensbewertung ist die Notwendigkeit, die Komplexität der Bewertungssituation zu vereinfachen. Die Methoden der Unternehmensbewertung treffen daher (restriktive) Annahmen, die Abstraktionen von der realen Bewertungssituation darstellen. Um beispielsweise einen Marktpreis für ein Unternehmen ableiten zu können, muss den Marktteilnehmern ein gewisses Verhalten unterstellt werden. Die Ermittlung des individuellen Entscheidungswerts eines jeden einzelnen Marktteilnehmers und eine Verdichtung dieser Werteinschätzungen zu einem Marktpreis würde schnell eine jede Bewertung an ihre Grenzen führen. *Hering*<sup>4)</sup> spricht in diesem Zusammenhang von der theoretischen Unmöglichkeit, alle für die Unternehmensbewertung erforderlichen Informationen zu erlangen.

Konsequenz aus den obigen Punkten ist, dass eine vollständige Einschränkung des Bewerter-Ermessens nicht möglich ist. Für den Bewerter ist es daher andererseits notwendig, dass er sich innerhalb der Vorgaben bewegt, die sich aus theoretischer und praktischer Sicht bei den einzelnen Verfahren stellen. Weiters ist das Wissen über die Grenzen und Schwächen der Verfahren eine Voraussetzung, um das Ergebnis der Bewertung interpretieren und würdigen zu können.

## III. Methoden der Unternehmensbewertung

Der folgende Abschnitt geht auf den Hintergrund zu den in der Unternehmensbewertung verwendeten Verfahren ein und erläutert deren Vorgehensweise.<sup>5)</sup> Die Grafik 1 gibt einen Überblick über die Methoden der Unternehmensbewertung, die unterschiedliche Rollen für die Ermittlung des Unternehmenswerts einnehmen. Den jeweiligen Methoden der Unternehmensbewertung sind darüber hinaus auch noch die Randziffern des neuen Fachgutachtens zur Unternehmensbewertung zugeordnet, innerhalb derer die jeweiligen Verfahren

---

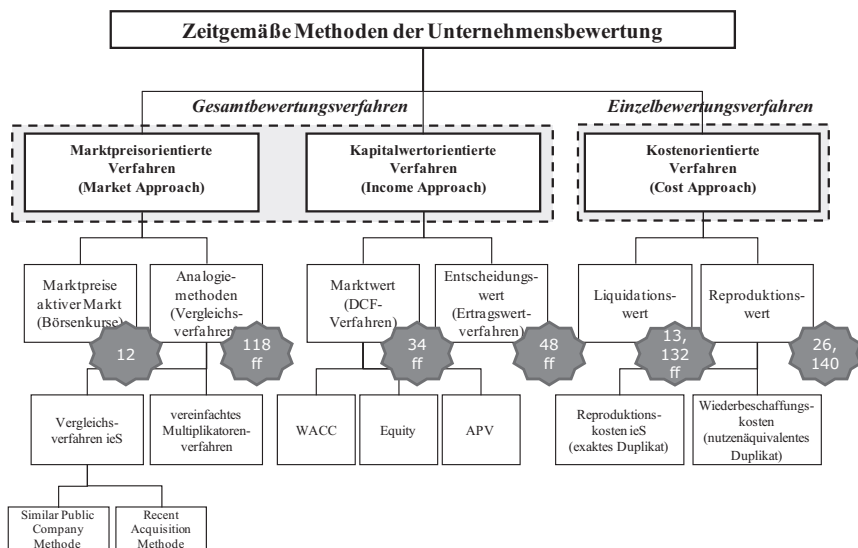
<sup>2)</sup> Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss (2009) 145 f.; *Hering*, Unternehmensbewertung (1999) 1 ff.

<sup>3)</sup> Bei der Unternehmensbewertung handelt es sich grundsätzlich um eine Investitionsentscheidung. Die getätigte Aussage, dass die erwarteten zukünftigen Verhältnisse maßgeblich sind für die Investitionsentscheidung, lässt sich grundsätzlich auf jegliche Art der Entscheidung übertragen.

<sup>4)</sup> *Hering*, Unternehmensbewertung 1.

<sup>5)</sup> Für eine detaillierte Darstellung der Bewertungsverfahren vgl. bspw. *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung (2011); *Hering*, Unternehmensbewertung; *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung<sup>6)</sup> (2009).

eine Behandlung erfahren. Die Darstellung zeigt, dass für die Bewertung von Unternehmen mehrere Verfahren zur Anwendung kommen. Im Folgenden wird auf die einzelnen Methoden näher eingegangen.



Grafik 1: Methoden der Unternehmensbewertung<sup>6)</sup>

## A. Kostenorientierte Verfahren

Der Liquidationswert und der Reproduktionswert werden gemeinhin als kostenorientierte Verfahren bezeichnet. Grundsätzlich handelt es sich bei beiden Verfahren gleichermaßen um einen Cashflow-Ansatz, dem auch eine Einschätzung über zukünftige Verhältnisse zugrunde liegt. In der Literatur und auch im neuen Fachgutachten kommt den beiden Verfahren eine zur Ermittlung des Unternehmenswerts mit kapitalwertorientierten Verfahren subsidiäre Rolle zu. Nichts desto trotz darf die Bedeutung der beiden Verfahren bei der Wertermittlung nicht gering geschätzt werden.

Der Liquidationswert ermittelt sich als Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des Unternehmens und damit aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden, unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen, ergeben würden (Rz 133). Der Liquidationswert bildet für den Unternehmenswert die Wertuntergrenze (Rz 13). Ist nämlich davon auszugehen, dass die Fortführung des Unternehmens weniger Nutzen bringt, als die Liquidation des

<sup>6)</sup> Darstellung aus *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 106.

Unternehmens, so ist der Liquidationswert anzusetzen. Das neue Fachgutachten weist nun auch explizit darauf hin, dass dies jedoch nur insofern gilt, als der Liquidation keine rechtlichen oder tatsächlichen Zwänge entgegenstehen (Rz 13).

Unter dem Reproduktionswert (oder im Fachgutachten auch Rekonstruktionszeitwert genannt, Rz 26) wird die Bewertung einer weiteren Handlungsalternative – der Reproduktion des Unternehmens – verstanden.<sup>7)</sup> Es geht hierbei nicht um die vollständige Wiederrichtung des Unternehmens, sondern es wird die Überlegung angestellt, ob es nicht günstiger wäre, den Zahlungsstrom aus dem zu bewertenden Unternehmen durch eine Neuerrichtung (oder auch durch den Kauf eines alternativen Unternehmens) nachzubilden. Der Reproduktionswert ermittelt sich aus jenen erwarteten zukünftigen Investitionsflüssen, die bei einer Reproduktion anfallen würden. Sind die anfallenden Kosten für diese alternative Investitionsmöglichkeit günstiger als der Kauf eines Unternehmens, stellt der Reproduktionswert die Obergrenze für den Unternehmenswert dar.

## B. DCF-Verfahren und Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Das zentrale Verfahren zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte stellen die DCF-Verfahren (Discounted Cash Flow-Verfahren) dar. Zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes wird dabei von einem zusätzlichen finanzierungstheoretischen Modell Gebrauch gemacht, dem Capital Asset Pricing Model (CAPM). Im Folgenden werden die Hintergründe sowohl zu den DCF-Verfahren, als auch zum CAPM beschrieben.

Man unterscheidet innerhalb der DCF-Verfahren das Equity-Verfahren, das WACC-Verfahren (Weighted Average Cost of Capital-Verfahren) und das APV-Verfahren (Adjusted Present Value-Verfahren).<sup>8)</sup> Die DCF-Verfahren beruhen auf der Kapitalwertmethode und auf Überlegungen zum Einfluss der Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert. Da (klassisches) Fremdkapital nicht vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens abhängig ist (es wird nur das Ausfallrisiko von Fremdkapitalgebern getragen), Eigenkapitalgeber dagegen nur eine Rendite bei einem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens bekommen (und im Liquidationsfall sogar in höherem Maß als Fremdkapitalgeber Ausfallrisiko tragen), ist Eigenkapital das risikoreichere Kapital als Fremdkapital. Das erhöhte Risiko für Eigenkapitalgeber führt dazu, dass Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital teurer ist. Die den DCF-Verfahren zugrunde liegende Frage ist nun, ob ein höherer Einsatz von Fremdkapital und damit von „günstigerem Kapital“ zu einem höheren Unternehmenswert führt.

Die von *Modigliani/Miller*<sup>9)</sup> entwickelten Theorien, auf denen die DCF-Verfahren beruhen, gehen grundsätzlich davon aus, dass Eigenkapitalgeber ihre Renditeforderung an einen höheren Verschuldungsgrad und damit an ein erhöh-

<sup>7)</sup> Vgl. *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 109.

<sup>8)</sup> Vgl. Fachgutachten KFS/BW 1 Rz 32.

<sup>9)</sup> Vgl. *Modigliani/Miller*, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review 1958, 261; *Modigliani/Miller*, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review 1963, 433.

tes Finanzierungsrisiko anpassen werden und insofern die Kapitalstruktur für den Unternehmenswert irrelevant ist (der positive Effekt des Fremdkapitals wird durch einen Teuerung des Eigenkapitals wieder rückgängig gemacht). Jedoch hat Fremdkapital insofern einen Vorteil gegenüber Eigenkapital, als Fremdkapital steuerlich abzugsfähig ist (während „Eigenkapitalzinsen“ nicht von der Steuerbemessungsgrundlage abzugsfähig sind). Diese Überlegung, wonach Fremdkapital einen steuerlichen Vorteil generiert und die Kapitalstruktur daher nicht irrelevant ist, bildet die Grundlage der DCF-Verfahren. Die einzelnen Varianten der DCF-Verfahren unterscheiden sich nur noch in der Art und Weise, mit der der Vorteil aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapital (sog Tax Shield) ins Bewertungskalkül miteinbezogen wird.

Das APV-Verfahren (Adjusted Present Value Verfahren) ermittelt den Unternehmenswert grundsätzlich in drei Schritten. In einem ersten Schritt werden die zukünftig erwarteten Cashflows, die unabhängig von der Finanzierung aus dem Unternehmen entziehbar sind (die sog Free Cashflows, *FCF*), mit der Rendite für das unverschuldete Unternehmen diskontiert. In diesem ersten Schritt wird ein Wert des Unternehmens bei (fiktiver) reiner Eigenfinanzierung ermittelt. In einem zweiten Schritt wird dem Vorteil aus der Fremdfinanzierung Rechnung getragen, indem der Kapitalwert der Steuerersparnis, der sich durch die Diskontierung der Steuerersparnis pro Periode (Fremdkapitalzinsen [ $FK \cdot i$ ] multipliziert mit dem Steuersatz  $s_k$ ) ergibt, dem Wert bei fiktiver Eigenfinanzierung hinzugerechnet wird. Im letzten Schritt wird der Wert des Fremdkapitals vom so ermittelten Wert des Gesamtkapitals abgezogen und man kommt zu dem Wert des Eigenkapitals, der im Regelfall die Zielgröße für die Unternehmensbewertung ist. Formal wird das APV-Verfahren wie folgt dargestellt:

$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + k_u)^t} + \frac{FK \cdot i \cdot s_k}{i} - FK$$

Das WACC-Verfahren ermittelt direkt den Wert des Gesamtkapitals, indem die zukünftig erwarteten FCF mit einem gewogenen durchschnittlichen Kapitalkostensatz (weighted average cost of capital, *wacc*) diskontiert werden. Der WACC ergibt sich nach der sog Modigliani/Miller-Formel aus den mit dem Eigenkapitalanteil gewichteten Eigenkapitalkosten und den mit dem Fremdkapitalanteil gewichteten Fremdkapitalkosten. Dem steuerlichen Vorteil aus der Fremdfinanzierung wird beim WACC-Verfahren insofern Rechnung getragen, als die Fremdkapitalkosten um die Höhe des Steuersatzes reduziert werden – damit erhöht sich der Unternehmenswert um das Tax Shield. Beim WACC-Verfahren wird nur noch in einem zweiten Schritt vom Wert des Gesamtkapitals der Wert des Fremdkapitals abgezogen. Formal wird das WACC-Verfahren wie folgt dargestellt:

$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} - FK$$

$$wacc = i \cdot (1 - s_k) \frac{FK}{GK} + k_v^e \frac{EK}{GK}$$

Das Equity-Verfahren ermittelt direkt den Wert des Eigenkapitals. Anders als beim APV-Verfahren und beim WACC-Verfahren wird nicht zuerst der Wert des Gesamtkapitals durch Diskontierung der FCF bestimmt, sondern ausschließlich die den Eigenkapitalgebern zufließenden Cashflows (Flow to Equity, *FTE*) mit den Eigenkapitalkosten diskontiert. Dem Tax-Shield wird bei diesem Ansatz insofern Rechnung getragen, als der steuerliche Vorteil aus der Fremdfinanzierung schon bei der Ableitung der FTE berücksichtigt wird. Formal wird das Equity-Verfahren wie folgt dargestellt:

$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FtE_t}{(1 + k_v^e)^t}$$

Bei der obigen Beschreibung der DCF-Verfahren wurde nicht auf die Ermittlung der Eigenkapitalkosten, die für die Diskontierung der Cashflows benötigt werden, eingegangen. In welcher Höhe die Eigenkapitalgeber für das jeweilige Geschäft und dessen individuelle Geschäftsrisiken eine Risikoprämie verlangen, wird auch von den Theorien, die den DCF-Verfahren zugrunde liegen, nicht behandelt. In der Unternehmensbewertung verwendet man idR zur Bemessung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber das Capital Asset Pricing Model<sup>10)</sup>. Auch nach dem Fachgutachten KFS/BW 1 stellt das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) das bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte vorrangig anzuwendende Kapitalkostenkonzept dar.<sup>11)</sup>

Das CAPM trifft zahlreiche restriktive Prämissen. Darunter ist vor allem die Annahme zu erwähnen, nach der davon ausgegangen wird, dass alle am Kapitalmarkt tätigen Investoren eine vollständige Streuung (Diversifizierung) ihres Vermögens vorgenommen haben und daher als Risikoprämie nur jenes Risiko fordern, das durch Diversifikation nicht ausgeschlossen werden kann. Dieses nicht diversifizierbare Risiko, das daher durch das CAPM aufgegriffen wird, wird auch als sog systematisches Risiko oder als Marktrisiko bezeichnet.

Auf Basis der obigen Annahme wird nach dem CAPM der Eigenkapitalkostensatz als Risikozuschlag zu einem Basiszinssatz (Mindestrendite bei risikoloser Veranlagung) berechnet: Der Risikozuschlag ergibt sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämie (Prämie für die Übernahme von Marktrisiko) und dem sog Beta-Faktor (Grad, mit dem bei der jeweiligen Investition Marktrisiko übernommen wird).<sup>12)</sup> Die erwartete Rendite bzw die Renditeforderung eines Investors bestimmt sich demnach aus der Summe der Rendite risikoloser Kapitalanlagen

<sup>10)</sup> Das CAPM ist in den 1960er Jahren entwickelt worden und geht auf Arbeiten von William Sharpe (1964), John Lintner (1965) und Jan Mossin (1966) zurück.

<sup>11)</sup> KFS/BW 1 Rz 111.

<sup>12)</sup> KFS/BW 1 Rz 103.

und einem Risikozuschlag, der sich nach dem Umfang des eingegangenen systematischen, nicht diversifizierbaren Risikos und dem Marktpreis des Risikos bestimmt. Formal wird das CAPM wie folgt dargestellt:

$$k_{u,CAPM}^e = i_r + MRP \cdot \beta_u$$

Bei obiger Formel ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die so ermittelten Eigenkapitalkosten nur das Geschäftsrisiko umfassen. Wie aber schon bei den DCF-Verfahren ausgeführt, werden Eigenkapitalgeber neben einer Risikoprämie für das Geschäftsrisiko (Business Risk) auch eine Risikoprämie für das Kapitalstrukturrisiko (Financial Risk) fordern. Der Beta-Faktor für ein verschuldetes Unternehmen ist daher höher als jener für ein unverschuldetes Unternehmen. Für eine Anpassung der Kapitalkosten auf Ebene des CAPM an das Finanzierungsrisiko bzw die Ableitung der Kapitalkosten unter Einbezug des Finanzierungsrisikos können folgende Formeln verwendet werden:

$$k_{v,CAPM}^e = i_r + MRP \cdot \beta_v$$

$$\beta_v = \beta_u + \beta_u \cdot (1 - s_k) \cdot \frac{FK}{EK}$$

### C. Marktpreisorientierte Verfahren

Unter die marktpreisorientierten Verfahren werden der Börsenkurs und das Multiplikatorverfahren subsumiert. Beiden Verfahren kommt nach dem Fachgutachten nur in geringem Maße eine eigenständige Rolle bei der Unternehmensbewertung zu.

In Rz 17 wird bestimmt, dass im Falle der Bewertung eines am Kapitalmarkt notierten Unternehmens die Plausibilität der Bewertung durch eine Analyse des Börsenkurses zu beurteilen ist. Weiters wird in der Rz 150 die Aussage getroffen, dass im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen zu beurteilen ist, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist. Für die Zurückhaltung bei der Anwendung des Börsenkurses sind vor allem zwei Gründe verantwortlich. Zum einen bezieht sich der Börsenkurs nur auf einen Minderheitenanteil, während es bei der objektivierten Unternehmensbewertung um die Bewertung des gesamten Unternehmens geht. Der zweite Grund ist, dass die Bildung des Börsenkurses durch Einflussfaktoren verzerrt sein kann (bspw Noise Trader, Kursmanipulationen, Herdenverhalten usw) und damit die Gefahr besteht, dass der Fundamentalwert eines Unternehmens nicht ausreichend wiedergespiegelt wird. Die Vorgabe, den Börsenkurs als Wertuntergrenze zu verwenden, ergibt sich hingegen aus dem Gedanken des Liquidationswerts. So stellt der Börsenkurs (unabhängig von der Preisbildung) die für den Minderheitsanteilseigner mögliche Liquidationsalternative dar und ist somit bei der Bewertung miteinzubeziehen.<sup>13)</sup>

<sup>13)</sup> Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss 182 ff.

Einen etwas weiteren Anwendungsbereich bei der Neubearbeitung des Fachgutachtens hat die Multiplikatormethode erfahren. Dies ergibt sich daraus, dass nunmehr eine zwingende Plausibilitätsprüfung bei der Bewertung durchzuführen ist (Rz 17), bei der sich der Bewerter im Regelfall der Multiplikatormethode bedienen wird; andererseits bestimmt die Rz 18 des Fachgutachtens, dass bei der Bewertung sehr kleiner Unternehmen, der objektivierte Unternehmenswert vereinfachend durch die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden kann. Voraussetzung dafür ist, dass sich über die auf das Bewertungsobjekt anzuwendenden Erfahrungssätze eine feste allgemeine Verkehrsauffassung gebildet hat und die Anwendung dieser Erfahrungssätze nach der Einschätzung des Wirtschaftstreuhänders mit ausreichender Sicherheit eine verlässliche Grundlage der Wertermittlung darstellt. Als sehr kleine Unternehmen gelten nach dem Fachgutachten solche, die die Buchführungsgrenze des § 189 Abs 1 Z 2 UGB nicht überschreiten. Das neue Fachgutachten hat nunmehr auch erstmalig ein ganzes Kapitel (Kapitel 5, Rz 118 ff) dem Multiplikatorverfahren gewidmet.

Multiplikatorverfahren ermitteln den Unternehmenswert als potenziellen Marktpreis durch Multiplikation des Multiplikators mit einer Bezugsgröße. Bei der Multiplikatormethode wird davon ausgegangen, dass Preise, die für ähnliche Unternehmen gezahlt wurden, auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden können. Da Unternehmen an sich heterogen sind, wird (vereinfachend) bei der Multiplikatormethode versucht, die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen über eine Anpassung anhand gewisser Bezugsgrößen (bspw Umsatz, EBIT, EBITDA, Gewinn) zu erzeugen. Formal stellt sich die Vorgehensweise der Multiplikatormethode wie folgt dar:

$$\frac{\text{Marktpreis}_{\text{VerglUnt}}}{\text{RefGröße}_{\text{VerglUnt}}} = \text{Mult}_{\text{VerglUnt}}$$

$$\text{Mult}_{\text{VerglUnt}} \cdot \text{RefGröße}_{\text{BewObj}} = \text{Marktpreis}_{\text{BewObj}}$$

Bei der Anwendung der Multiplikatormethode ist jedenfalls zu beachten, dass die verwendete Bezugsgröße auch eine dauerhaft erzielbare Größe sein sollte. Es ist daher auch beim Multiplikatorverfahren eine Prognose zukünftiger Verhältnisse notwendig (vgl Rz 124).<sup>14)</sup> Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Verwendung unterschiedlicher Bezugsgrößen zu der Ermittlung entweder eines Wertes des Gesamtkapitals oder eines Wertes des Eigenkapitals führt (vgl Rz 121):

Bezugsgröße	Ergebnis
Umsatz	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
EBIT	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
EBITDA	potentieller Marktpreis des Gesamtkapitals
Jahresüberschuss	potentieller Marktpreis des Eigenkapitals

<sup>14)</sup> Zu den Hintergründen der Multiplikatormethode vgl auch *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 245 ff.



## IV. Aktuelle Parameter

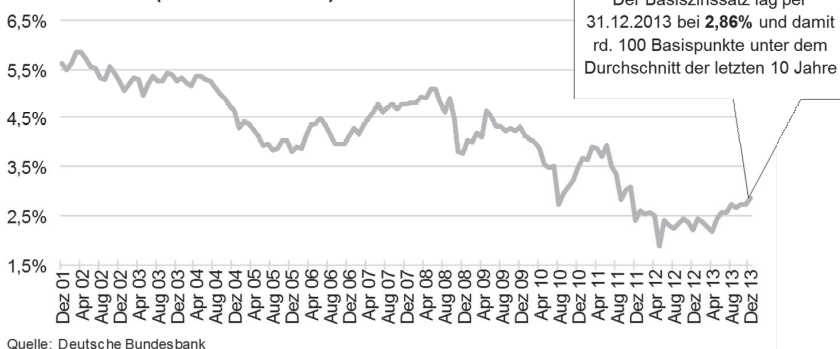
Im folgenden Abschnitt werden die aktuellen Parameter bei der Unternehmensbewertung mittels CAPM näher dargestellt. Die Ausführungen können sich hierbei nur auf den Kapitalisierungszinssatz konzentrieren, da die Ermittlung der zukünftigen Cashflows nur individuell für den jeweiligen Bewertungsfall erfolgen muss.

### A. Basiszinssatz

Wie oben ausgeführt, ist der Basiszinssatz die Rendite, die bei einer risikolosen Kapitalmarktanlage generiert werden dann.<sup>15)</sup> In der Praxis wird als (weitgehend) risikolose Veranlagungsmöglichkeit die Investition in deutsche Bundesanleihen herangezogen (vgl. Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung zum Basiszinssatz<sup>16)</sup>). Die Ableitung der Zinssätze kann direkt aus den am Bewertungsstichtag vorliegenden Einschätzungen der Investoren am Kapitalmarkt über die Rendite der Wertpapiere entnommen werden.<sup>17)</sup> Folgt der Bewerter den Vorgaben der Arbeitsgruppe für Unternehmensbewertung bei der Ableitung des Basiszinssatzes, so kann der Basiszinssatz objektiviert abgeleitet werden – Ermessensspielräume ergeben sich grundsätzlich keine.

Grafik 2 stellt noch den Renditeverlauf einer 30-jährigen Veranlagung im Zeitverlauf dar. Es zeigt sich, dass der Basiszinssatz im langjährigen Durchschnitt stark gesunken ist. In der Bewertungsrechnung ist jedoch zu beachten, dass sich die gesunkene Verzinsung der Alternativanlage werterhöhend auf die Unternehmenswerte ausgewirkt hat.

**Basiszinssatz (Monatsendwerte) im Zeitverlauf**



Grafik 2: Entwicklung des Basiszinssatzes<sup>18)</sup>

<sup>15)</sup> Vgl. auch die Empfehlung zum Basiszinssatz der Arbeitsgruppe für Unternehmensbewertung vom 18. 10. 2006, in *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 293 ff.

<sup>16)</sup> In *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 293 ff.

<sup>17)</sup> Der Basiszinssatz ist damit grundsätzlich eine Größe, für die am Markt eine zukunftsorientierte Einschätzung vorliegt.

<sup>18)</sup> Aktualisierte Grafik von *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 171.

## B. Marktrisikoprämie

Mit der Marktrisikoprämie wird das im Vergleich zum Basiszinssatz höhere Risiko abgegolten, das sich durch die Investition in risikobehaftete Anlagen ergibt. Die Marktrisikoprämie errechnet sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportefolles und dem risikofreien Basiszinssatz. Bei der Unternehmensbewertung in der Praxis muss der Bewerter nicht individuell die Marktrisikoprämie ableiten, sondern kann sich an eine Empfehlung der Arbeitsgruppe für Unternehmensbewertung zur Marktrisikoprämie halten. Die Empfehlung zur Marktrisikoprämie wird in regelmäßigen Abständen durch die Arbeitsgruppe für Unternehmensbewertungen überprüft und bei Bedarf durch die Arbeitsgruppe angepasst (zuletzt im Zuge der Finanzkrise). Aktuell liegt die Marktrisikoprämie nach dieser Empfehlung bei 5,5%–7%. Die Empfehlung der Arbeitsgruppe deckt sich damit mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Marktrisikoprämie in Deutschland. Innerhalb dieser vorgegebenen Bandbreite steht es dem Bewerter aber grundsätzlich frei, welchen Wert er nun im konkreten Bewertungsfall für die Marktrisikoprämie ansetzt.

## C. Beta-Faktor

Der Beta-Faktor reflektiert das Ausmaß, mit dem durch das zu bewertende Unternehmen Marktrisiko übernommen wird. Die Ableitung des Beta-Faktors ist für den Bewerter meist die schwierigste Aufgabe und eröffnet auch zahlreiche Ermessensspielräume. Während bei einem börsennotierten Unternehmen der Beta-Faktor noch anhand der vergangenen Entwicklung des Unternehmens im Vergleich zur Entwicklung des Gesamtmarktes abgeleitet werden kann, ist für die Bewertung von nicht börsennotierten Unternehmen nur ein Beta-Faktor aus einer Peer-Group von anderen (börsennotierten) Unternehmen ableitbar.<sup>19)</sup> In der Praxis wird zumeist auf Publikationen von Branchen-Beta-Faktoren zurückgegriffen.<sup>20)</sup> Häufige Quellen dabei sind die von *Damodaran*<sup>21)</sup> oder von *Schwetzler*<sup>22)</sup> publizierten Auswertungen. Für die Bewertungen von Unternehmen in Österreich kann darüber hinaus noch auf die von *Aschauer/Purtscher/Pasku*<sup>23)</sup> veröffentlichte Publikation über Branchen-Beta-Faktoren verwiesen werden. Durch Verwendung des Branchenklassifizierungssystems ÖNACE hat diese Quelle den Vorteil, dass eine Zuordnung von Unternehmen zur jeweiligen Branche leichter erfolgen kann und daher dem Bewerter für eine Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen in Österreich eine verbesserte Hilfestellung gegeben wird.

<sup>19)</sup> Vgl. *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung 177.

<sup>20)</sup> Vgl. die Ausführungen des Fachgutachtens in der Rz 106.

<sup>21)</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html) (abgefragt am 17. 9. 2014).

<sup>22)</sup> <http://www.finexpert.info/> (login bzw Registrierung erforderlich) (abgefragt am 17. 9. 2014).

<sup>23)</sup> *Aschauer/Purtscher/Pasku*, Beta-Faktoren für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, RWZ 2014 (in Druck).