

Masterarbeit

Titel der Masterarbeit:

**„Unternehmensbewertung: Risikozuschläge zum
Kapitalisierungszinssatz“**

Verfasser:

Sebastian Albert Finzel, Bakk. rer. soc. oec.

angestrebter akademischer Grad:

Master of Science (MSc)

Wien, 2015

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 066 914

Studienrichtung lt. Studienblatt: Masterstudium Int. Betriebswirtschaft

Betreut von: Univ.-Prof. Mag. Dr. Otto Altenburger

Vielen Dank an alle Unterstützer dieser Arbeit!

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
1 Einleitung.....	8
2 Grundlagen der Unternehmensbewertung.....	12
2.1 Änderungen im Fachgutachten 2014	12
2.2 Zweck und Anlass einer Unternehmensbewertung.....	15
2.3 Unternehmensbewertungsverfahren.....	21
2.3.1 Überblick über die Verfahren.....	21
2.3.2 Discounted Cashflow-Verfahren.....	23
2.3.3 Empirische Erhebung über die Anwendung der Verfahren.....	27
2.4 Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung.....	29
2.5 Berücksichtigung des Risikos	33
3 Risikozuschlag für geringe Unternehmensgröße.....	35
3.1 Grundlegendes.....	35
3.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation.....	36
3.3 Literaturüberblick	39
3.4 Kritische Würdigung der Komponente.....	44
4 Risikozuschlag für spezifisches Länderrisiko	46
4.1 Grundlegendes.....	46
4.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation.....	47
4.3 Literaturüberblick	50
4.4 Kritische Würdigung der Komponente.....	52
5 Risikozuschlag für erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit.....	53
5.1 Grundlegendes.....	53
5.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation.....	54
5.3 Literaturüberblick	57
5.4 Kritische Würdigung der Komponente.....	60
6 Risikozuschlag für das unsystematische Risiko	61
6.1 Grundlegendes.....	61
6.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation.....	62
6.3 Literaturüberblick	64
6.4 Kritische Würdigung der Komponente.....	67
7 Zuschlag für erschwerte Mobilität.....	68
7.1 Grundlegendes.....	68
7.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation.....	69
7.3 Literaturüberblick	70
7.4 Kritische Würdigung der Komponente.....	72
8. Zusammenfassung und Fazit	73
Literaturverzeichnis	76
Anhang: Zusammenfassung	83
Anhang: Lebenslauf	84

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1: Transaktionsvolumen Deutschland 2008 - 2012	20
Abbildung 2: Übersicht der UBW-Verfahren	21
Abbildung 3: DCF-Verfahren im Überblick.....	24
Abbildung 4: Ermittlung des Free Cash Flow	25
Abbildung 5: Einsatz von UBW-Verfahren in der Praxis.....	28
Abbildung 6: Einsatz von Ausprägungsformen der DCF-Verfahren.....	28
Abbildung 7: Annahme Zinsstrukturkurve	32
Abbildung 8: Svensson-Formel	33
Abbildung 9: Damodarans CRP	49
Tabelle 1: Anlässe zur Unternehmensbewertung	19
Tabelle 2: Übersicht der Studien zum Größeneffekt	42
Tabelle 3: Eröffnete Insolvenzen in Österreich 2013/2014.....	55
Tabelle 4: Restwerte mit Insolvenzadjustierung.....	59

Abkürzungsverzeichnis

APV	Adjusted Present Value
bzw.	Beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CVA	Certified Valuation Analyst
DCF	Discounted Cash Flow
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FCF	Free Cash Flow
FTE	Flow to Equity
GesAusG	Gesellschafter Ausschluss Gesetz
IACVA	International Association of Consultants, Valuers and Analysts
IDW	Institut Deutscher Wirtschaftsprüfer
IPO	Initial Public Offering
IWF	Internationaler Währungsfonds
KFS/BW1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung der Kammer der Wirtschaftstreuhänder Österreichs
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KWT	Kammer der Wirtschaftstreuhänder (Österreichs)
KSV	Kreditschutzverband
Tax-CAPM	Taxation Capital Asset Pricing Model
TCF	Total Cash Flow
UBW	Unternehmensbewertung
Vgl.	Vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

Das Fachgebiet der Unternehmensbewertung und seine Inhalte sind in der Betriebswirtschaftslehre gegenwärtig etabliert als ein themenübergreifendes Fachgebiet, in der eine Reihe von verschiedenen betriebswirtschaftlichen Disziplinen Einklang finden. Die Unternehmensbewertung bildet die Schnittstelle zwischen Rechnungswesen, Finanzwirtschaft und Investitionstheorie. Die Bewertung eines Unternehmens als solches bietet aufgrund des Ausmaßes per se eine Fülle an Spielraum für ausgiebige Diskussionen, die das theoretische Rahmenkonzept betreffen. Die daraus resultierende Debatte um entsprechende Bewertungsmethoden sorgt dafür, dass das Thema Unternehmensbewertung stets Aktualität behält.¹ So auch im Teilbereich des Kapitalisierungszinsfußes, der bei der Unternehmensbewertung zur Anwendung kommt. Die in diesem Bereich praktizierten Methoden sind in ihrer Form überdies nicht restlos unumstritten und daher diskussionswürdig.

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder beschloss am 27.02.2006 das Fachgutachten zur Unternehmensbewertung in seiner bis dahin gültigen Version zu ersetzen. In beiden Versionen des Fachgutachtens wird unter anderem empfohlen, die Risikoprämie anhand des am Markt beobachtbaren Risikos unter Zuhilfenahme des in der Lehre weit verbreiteten „Capital Asset Pricing Model“ zu ermitteln.² So geriet das aus den 1970-er Jahren stammende CAPM nicht nur zuletzt in den Mittelpunkt der Diskussionen. Diente es zwar noch in den Jahren vor der Finanzkrise zur unumstößlichen Ermittlung von Marktrisikoprämien, wird gegenwärtig dahingehend argumentiert, dass es auf einer Reihe von restriktiven Annahmen basiere, welche nicht immer erfüllt sein können. Da es augenblicklich an geeigneten theoretischen Alternativmodellen fehlt und eine intuitive Beurteilung zumeist nicht genügen kann, bedarf es stattdessen einer Diskussion

¹ Vgl. Druckarczyk / Schüler (2009), S.1

² Vgl. KFS/BW1 (2006), Tz. 69 ff., sowie KFS/BW1 (2014), Tz. 103 ff.

über alternative Ansätze für Risikozuschläge im Rahmen dieses Modells, um die durch das CAPM ermittelten Werte anzupassen, bzw. bereits innerhalb des CAPM Anpassungen durchzuführen.³

Das Fachgutachten ist in seiner Fassung im vergangenen Jahr einer Überarbeitung unterzogen worden und bietet somit einen guten Anlass, die in Frage kommenden Ansatzpunkte zu diskutieren und aufzuarbeiten.⁴

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich bei den Diskontierungsverfahren grundsätzlich aus den in der Investitionstheorie bekannten Modellen und Theorien. Dabei wird die Summe der kapitalisierten Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner unter Zuhilfenahme eines geeigneten Diskontierungszinssatzes abgezinst als Unternehmenswert betrachtet.⁵ Bei Differenzierung zwischen unbegrenzter und begrenzter Lebensdauer des Unternehmens entspricht der den Eignern zufließende Barwert der unbegrenzten künftigen finanziellen Überschüsse (inklusive Restwert) dem Unternehmenswert, wird hingegen eine begrenzte Dauer angenommen so, ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bis zum Zeitpunkt der Liquidation.⁶

Der damit verbundene Diskontierungszinssatz setzt sich gemäß des Fachgutachtens der Kammer der Wirtschaftstreuhänder im Allgemeinen aus einem Basiszinssatz und zum anderen aus dem Risikozuschlag zusammen.⁷ Die Praktiker der Unternehmensbewertung verwenden zur Herleitung des Risikozuschlages das CAPM, nach dem die durch den Investor geforderte Rendite einer Veranlagung vom jeweiligen Veranlagungsrisiko abhängt: je höher das Risiko ist, desto höher ist die geforderte Rendite.⁸

³ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 313 ff.

⁴ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 313 ff.

⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 95

⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 98

⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 103

⁸ Vgl. Bachl (2011), S. 34

Die Praktiker (Wirtschaftstreuhänder) folgen somit dem durch das Fachgutachten empfohlenen Weg zur Ermittlung der Risikoprämie. Dem Fachgutachten nach wird ausdrücklich auf die Verwendung zur Herleitung für Risikozuschläge als Teil des CAPM hingewiesen. Andere Methoden zur Berücksichtigung des Risikos werden zwar ebenfalls anerkannt, aber nicht explizit genannt.⁹

Im Fachgutachten wird ebenfalls genannt, dass der Wirtschaftstreuhänder die Angemessenheit der so ermittelten Risikoprämie zu würdigen hat und gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen sind.¹⁰

Da das CAPM auf einer Reihe von restriktiven Annahmen basiert, welche unter realen Bedingungen kaum existieren, kann und wird das Modell oft kritisiert. Der Diskontierungszinssatz nach dem CAPM deckt im Modell nicht immer alle individuellen, dem Unternehmen zurechenbaren Risiken ab und kann folglich auch zu einem unrichtigen Ergebnis der Bewertung führen. Es hat sich dennoch aufgrund seiner nachvollziehbaren und willkürfreien Herleitung der Risikoprämie in der Praxis durchgesetzt.¹¹

Bachl hält Adaptierungen des CAPM für grundsätzlich notwendig. Er trifft die Aussage, dass das CAPM in seiner theoretischen Reinform prinzipiell nur für börsennotierte Unternehmen anwendbar sei.¹² *Mandl, Purtscher* und *Baumüller* fordern weitere Maßnahmen im Umgang mit dieser Aussage im Rahmen der Überarbeitung des Fachgutachtens.¹³

Zusammenfassend bleibt zu sagen, dass die Übertragung des theoretischen Modells auf reale Verhältnisse in Theorie und Praxis fortwährend für intensive Diskussionen sorgt. In der hier vorliegenden Arbeit soll ausführlich beschrieben werden, welche Bestandteile des Kapitalisierungszinsfußes und im Speziellen

⁹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 70

¹⁰ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 72

¹¹ Vgl. Bachl (2011), S. 35

¹² Vgl. Bachl (2011), S. 35

¹³ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 318

welche Teile des Risikozuschlages im Rahmen des Fachgutachtens derzeit diskutiert werden. Es sollen des Weiteren mögliche Gründe für Risikozuschläge wie zum Beispiel kleine Unternehmensgröße oder mangelnde Mobilität erörtert und im Rahmen des Fachgutachtens auf ihre Kompatibilität mit den Anforderungen des Fachgutachtens geprüft werden. Darüber hinaus soll die in der Literatur bestehende Meinung analysiert werden. Es soll hierbei auch regelmäßig der Abgleich mit den Änderungen des Fachgutachtens von 2014 gegenüber der Version aus dem Jahr 2006 stattfinden und eine Beurteilung der Änderungen erfolgen. Im Anschluss daran findet eine Zusammenfassung der so gewonnenen Erkenntnisse statt.

2 Grundlagen der Unternehmensbewertung

2.1 Änderungen im Fachgutachten 2014

In diesem Abschnitt sollen zunächst Anlässe zur Unternehmensbewertung, sowie die gebräuchlichsten Methoden der Unternehmensbewertung gemäß dem Fachgutachten KFS/BW1 von 2014 dargestellt und erläutert werden, um einen Überblick über die Unternehmensbewertung und dessen theoretischen und praktischen Rahmen zu geben. Ein besonderes Augenmerk soll dabei sowohl auf den heranzuziehenden Diskontierungszinssatz, als auch den in diesen einfließenden Risikozuschlag gerichtet werden, da dies den Schwerpunkt dieser Arbeit darstellt.

Da sich ein Großteil der herangezogenen Literatur auf das ältere Fachgutachten (siehe folgenden Abschnitt „Änderungen im Fachgutachten 2014“) bezieht, wird im Verlauf der Arbeit angegeben, von welcher Version des Gutachtens die Rede ist. Ist keine Anmerkung im Text vorhanden, so kann davon ausgegangen werden, dass es in der entsprechenden Teilziffer keine Änderungen gegeben hat.

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat das Fachgutachten KFS/BW1 aus dem Jahr 2006 mit Wirkung ab dem 01.04.2014 durch die Neufassung des Fachgutachtens KFS/BW1 ersetzt.

Da jene Änderungen auch in Teilen die Risikobemessung betreffen, wird im Verlauf der Arbeit fortwährend der Vergleich zwischen den zwei Versionen angestrebt und auf Änderungen im Fachgutachten eingegangen. Ebenfalls werden jene Änderungen im Rahmen der Schlussbetrachtung kritisch hinterfragt.

Ein Überblick über die einschlägigen Änderungen betreffend Risikobemessung soll bereits an dieser Stelle gegeben werden. Die Interpretation und aus den

Änderungen zu ziehende Schlussfolgerungen erfolgen in den relevanten Kapiteln über die möglichen Risikozuschläge.

Die Teilziffern 62 ff. betreffend Berücksichtigung des Risikos sind im neuen Fachgutachten nun in Teilziffer 99 ff. unter dem Titel „Renditeforderung der Eigenkapitalgeber bei Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts“ zu finden.

Die interessanteste Änderung findet sich gleich in Teilziffer 62 (im neuen Fachgutachten Teilziffer 99). Hat das Fachgutachten von 2006 noch konkrete Gründe für die individuelle Bemessung des Risikos, wie etwa ein spezielles Branchenrisiko oder geringe Mobilität genannt, so heißt es im Fachgutachten 2014 lediglich noch „Jede Investition in ein Unternehmen ist mit dem Risiko verbunden, dass künftige finanzielle Überschüsse nicht im erwarteten Umfang anfallen, d.h. sie können sowohl niedriger als auch höher ausfallen als erwartet.“¹⁴

In Teilziffer 100 des Fachgutachtens von 2014 wurde durch Änderung des Wortlautes die Verwendung der Risikozuschlagsmethode weiter bekräftigt. So heißt es im neuen Fachgutachten „Da national und international die Risikozuschlagsmethode gebräuchlich ist [...]“¹⁵ anstelle von „national und international geht die Tendenz dahin, die Risikozuschlagsmethode anzuwenden.“¹⁶

Im Allgemeinen liegt der Fokus der Betrachtung in der neuen Version des Fachgutachtens stärker auf der Methode des CAPM. In Teilziffer 101 heißt es nun: „Werden die Risikozuschläge aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, spricht man von marktorientierten Risikozuschlägen bzw. Risikoprämien. Sie werden in der Regel auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermittelt.“¹⁷

¹⁴ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 99

¹⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 100

¹⁶ Vgl. KFS/BW1 (2006), Tz. 66

¹⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 101

Gänzlich neu hinzugekommen ist hingegen Teilziffer 105, in der es heißt, dass der Wirtschaftstreuhänder bzw. die bewertende Partei die einschlägigen Empfehlungen der Kammer der Wirtschaftstreuhänder betreffend Marktrisikoprämie zu berücksichtigen hat.¹⁸

Ebenfalls neu hinzugekommen ist der Verweis auf das Tax-CAPM in Teilziffer 110: „Werden der Wertermittlung finanzielle Überschüsse nach persönlichen Ertragsteuern zugrunde gelegt, hat die Diskontierung mit der Renditeforderung nach persönlichen Ertragsteuern zu erfolgen.“¹⁹

Der Wirtschaftstreuhänder hat nach dem neuen Fachgutachten seine Vorgehensweise zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten für Dritte nachvollziehbar abzuleiten und in weiterer Folge auch begründen zu können.²⁰

Des Weiteren ist im Rahmen der Risikobemessung der neu hinzugekommene Satz „Die Durchführung von Szenarioanalysen unter Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten wird empfohlen“²¹ von Bedeutung. Hier geht es im Besonderen um die Bewertung von Wachstumsunternehmen.

Im Rahmen der Betrachtung von KMU hat es ebenfalls eine Änderung gegeben. Die Berücksichtigung der Höhe des Unternehmerlohns wird nun auch explizit erwähnt, während in der alten Version des Fachgutachtens lediglich von Familienangehörigen des Unternehmers gesprochen wurde: „Die Höhe des Unternehmerlohnes wird nach den Aufwendungen bestimmt, die für eine Fremdgeschäftsführung anfallen würden.“²²

Gestrichen wurde im neuen Fachgutachten Teilziffer 63 der alten Version, in welcher zum allgemeinen Unternehmensrisiko auch die konkreten

¹⁸ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 105

¹⁹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 110

²⁰ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 112

²¹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 136

²² Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 146

Unabwägbarkeiten aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens genannt wurden.

Ebenfalls gestrichen wurde Teilziffer 64 in der weitere Risikofaktoren des Unternehmens konkret genannt wurden.

2.2 Zweck und Anlass einer Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung dient der Bestimmung des Wertes eines Unternehmens, d.h. eines Gegenwertes für ein Unternehmen als Ganzes oder eines Teiles des betrachteten Unternehmens. Dabei sind die Erfolgspotentiale eines Unternehmens sowie die darauf wirkenden Einflüsse zu berücksichtigen.²³

Von den aus der Unternehmensbewertung ermittelten Werten abzugrenzen ist der tatsächlich gezahlte Preis für das Unternehmen. Da die zwei Begriffe Wert und Preis oftmals synonym verwendet werden, sollen sie hier für das weitere Verständnis voneinander abgegrenzt werden. Der tatsächlich gezahlte Preis für das Unternehmen kann zwar eine Orientierungsgröße zur Plausibilisierung des Ergebnisses darstellen, ist jedoch kein Ersatz für die Bewertung selbst, da dieser oft das Ergebnis von Marktkräften ist und aus unterschiedlich informierten Verhandlungspartnern resultiert. Daher sollte der Adressat gemäß dem Grenznutzenkonzept zunächst immer den für ihn maßgeblichen Wert des Unternehmens ermitteln, um daraus einen für ihn plausiblen Preis ableiten zu können.²⁴

Der Anlass und der Adressat der Unternehmensbewertung spielen im Rahmen der Bewertung eine ausschlaggebende Bedeutung. Sie geben gemäß dem Grenznutzenkonzept Preisober- und Preisuntergrenzen für die Verhandlungspartner vor und beeinflussen die Preisfindung im Ergebnis maßgeblich. Der Anlass kann ebenfalls den Verhandlungsspielraum der beteiligten Verhandlungspartner in eine positive oder negative Richtung verschieben. Auf mögliche Anlässe zur Unternehmensbewertung wird im

²³ Vgl. Peemöller (2012), S.3

²⁴ Vgl. Schacht / Fackler (2009), S. 11

Folgenden eingegangen. Im Rahmen der historischen Entwicklung der Unternehmensbewertung wird im Punkt der funktionalen Unternehmensbewertung auf den Einfluss des Adressaten der Bewertung eingegangen.

Zweck der Unternehmensbewertung nach dem Fachgutachten KFS/BW1 ist es, einen realistischen Gegenwert für das Wirtschaftsgut „Unternehmen“ zu ermitteln.

Bewertungsobjekt ist das Unternehmen, das der Bewertung unterliegt. Bewertungsobjekt kann ebenfalls ein Unternehmensverbund, eine Betriebsstätte, ein Teilbereich des Unternehmens oder eine strategische Geschäftseinheit sein. Wichtig ist hierbei jedenfalls, dass nicht die Summe der einzelnen Betriebsteile, sondern das Zusammenwirken der Gesamtheit den Wert bestimmt.²⁵ Synergieeffekte nach Übernahme des Käufers, wie sie oft in der Betriebswirtschaftslehre beschrieben werden, können demnach den Wert eines Unternehmens erhöhen. Dadurch ist es möglich, dass sich der erzielte Preis für das Unternehmen je nach Käufer erhöht, da mögliche Synergieeffekte bei der Preisbildung Einklang finden.

Bewertungssubjekt ist die Person oder Partei, die das Unternehmen bewertet.²⁶ Damit ist nicht etwa der Wirtschaftstreuhänder oder Sachverständige gemeint, sondern vielmehr die Person oder Partei in dessen Namen er auftritt. Das Bewertungssubjekt ist der Käufer des Bewertungsobjekts.

Die Untergrenze des Unternehmenswertes bildet grundsätzlich dessen Liquidationswert. Dieser stellt den Barwert aus den Veräußerungsgewinnen des Vermögens des Unternehmens nach Berücksichtigung aller Schulden und auftretenden Kosten des Liquidationsverfahrens, sowie Steuern dar.²⁷

²⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 6 ff.

²⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 9

²⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 132 f.

Aus der Grundgesamtheit der Bewertungsanlässe lassen sich zusammenfassend drei verschiedene Zwecke der Unternehmensbewertung herausfiltern:

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

Die Ermittlung eines Schiedswertes geschieht durch den Wirtschaftsprüfer beispielsweise in Zeiten von Meinungsverschiedenheiten. Bei der Ermittlung soll ein ausschließlich aus sachlichen Gesichtspunkten bestehender Unternehmenswert abgeleitet werden. Er bildet einen angemessenen Wert des Unternehmens und kann so in Konfliktsituationen zur Schlichtung beitragen.²⁸

Der objektivierte Wert soll ein möglichst realistisches Bild des Wertes der Unternehmen unter Berücksichtigung aller Zukunftspotentiale, Chancen und Risiken sowie künftigen zu erwartenden finanziellen Überschüssen darstellen. Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, so richtet sich der Blickwinkel der Bewertung nach dem Zweck der für die Wertermittlung rechtlichen Rahmenbedingungen.²⁹ Es ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass im Rahmen der Unternehmensbewertung nie von objektiven, sondern lediglich von objektivierten Werten gesprochen werden kann, da sich der Unternehmenswert grundsätzlich aus einer Objekt-Subjekt Beziehung ableitet und daher nie ein (perfekt) objektives Werturteil entstehen kann.

Der Wert der Unternehmung kann für zwei Bewertungssubjekte, die im Begriff sind eine Unternehmensbewertung durchzuführen oder durchführen zu lassen, weit unterschiedlich sein. Dies resultiert aus der Tatsache, dass ihre Vorstellungen über das, was gerecht ist, unterschiedlich sind. Aufgrund von subjektiver Wahrnehmung über den Wert eines Unternehmens oder Teil eines Unternehmens können so unterschiedliche Wertvorstellungen entstehen.³⁰ In

²⁸ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 20 f.

²⁹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 16

³⁰ Vgl. Peemöller (2012), S.3

die Beurteilung fließen naturgemäß subjektive Auffassungen und persönliche Verhältnisse sowie sonstige Gegebenheiten (z.B. wie bereits erwähnt Synergieeffekte nach Übernahme) des Bewertungssubjektes ein.³¹ Diese Wertvorstellungen zweier Parteien legen gleichzeitig Ober- und Untergrenzen ihrer gemeinsamen Preisvorstellungen fest. Aus diesen ergibt sich der Spielraum für Verhandlungen. Der sich aus den Verhandlungen ergebende Wert kann letztendlich den Preis für das Unternehmen oder eines Teilbereiches dessen darstellen.

„Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind vielfältig. Bewertungen können auf Grund rechtlicher Vorschriften, auf Grund vertraglicher Vereinbarungen oder aus sonstigen Gründen erfolgen.“³²

Durch die Vielfältigkeit und Masse der Bewertungsanlässe ist eine geeignete Klassifizierung dieser Anlässe oftmals schwierig. Es ist daher eine Fülle an Ansätzen zur Klassifizierung entstanden. Die unterschiedlichen Bewertungsanlässe können beispielsweise wie in Peemöller nach Lebensphasen des Unternehmens³³ klassifiziert werden (von der Gründung des Unternehmens hin bis zu seiner Liquidation). Weitere Ansätze klassifizieren die Anlässe nach ihrem Grund (z.B. aufgrund gesetzlicher Vorschriften oder vertraglichen Vereinbarungen), nach ihrem Zweck (z.B. Kauf und Verkauf von Anteilen oder Ermittlung von Schiedswerten) oder nach dem Entscheidungsbezug der Unternehmenseigner. Es haben jedoch fast alle Anlässe gemeinsam, dass sie zu einer Veränderung der Eigentümerverhältnisse führen (wie zum Beispiel bei dem Kauf eines Unternehmens oder von Unternehmensanteilen).

Am gebräuchlichsten ist jedoch die Klassifizierung nach dominierten und nicht dominierten Wechselbeziehungen und der Frage nach einer Veränderung der Eigentümerverhältnisse. Nicht dominierte Unternehmensübergänge sind jene Transaktionen, bei denen die Übergänge abhängig vom Willen der Eigentümer sind. Dies ist zum Beispiel bei Kapitalerhöhungen oder „Initial Public Offerings“

³¹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 87 f.

³² Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 14

³³ Vgl. Peemöller (2012), S.17

der Fall. Dominierte Übergänge sind dementsprechend Transaktionen unabhängig vom Eigentümerwillen die häufig auf der Grundlage eines Gesetzes geschehen. Ein Beispiel hierfür ist die Enteignung der Eigentümer oder eine Unternehmensbewertung für die Zwecke der Steuererklärung.

Die nachfolgende Darstellung soll einen Überblick über die zahlreichen Anlässe einer Unternehmensbewertung nach dem zuletzt beschriebenen Ansatz geben:

	Mit Eigentümerwechsel	Ohne Eigentümerwechsel
Abhängig vom Willen der Eigentümer (n. dominiert)	1. Kauf oder Verkauf von Unternehmensteilen 2. „Initial Public Offering“ 3. Kapitalerhöhungen 4. Unternehmen als Sacheinlage 5. Abschluss eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages 6. Eingliederung 7. Privatisierung	1. Ermittlung des ökonomischen Gewinnes 2. Buchwertermittlung 3. Zukunftsbezogene Publizität 4. Wertorientierte strategische Planung 5. Pretiale Lenkung des Verhaltens von Gesellschaftern über Erfolgsbeteiligung und Abfindungsklauseln
Unabhängig vom Willen der Eigentümer (dominiert)	1. Vermögensübertragung 2. Verschmelzung 3. Umwandlung 4. Erbauseinandersetzung 5. Ehescheidung 6. Enteignung, Entflechtung 7. Ausscheiden oder Ausschluss eines Gesellschafter aus einer PG	1. Sanierung 2. Kreditwürdigkeitsprüfung 3. Steuererklärung

Tabelle 1: Anlässe zur Unternehmensbewertung³⁴

Die steigende nationale und internationale Bedeutung von Unternehmensbewertungen zeigt sich anhand der Häufigkeit von Unternehmenskäufen und Zusammenschlüssen im Verlauf der letzten Jahre. Das Volumen der Unternehmenszusammenschlüsse weltweit hat sich in den Jahren 1990 bis 2000 fast verzehnfacht und hat auch in den folgenden Jahren weiter an

³⁴ Vgl. Schultze (2003), S. 30

Bedeutung gewonnen. Das Volumen entsprach somit dem zweifachen des Bruttosozialproduktes der Bundesrepublik Deutschland im Jahr 1999.³⁵

Die folgende Abbildung 1 veranschaulicht die Gesamtaktivitäten in Deutschland, welche sich zwischen Januar 2008 und Dezember 2012 bei rund 150 Übergängen pro Quartal bewegen.³⁶

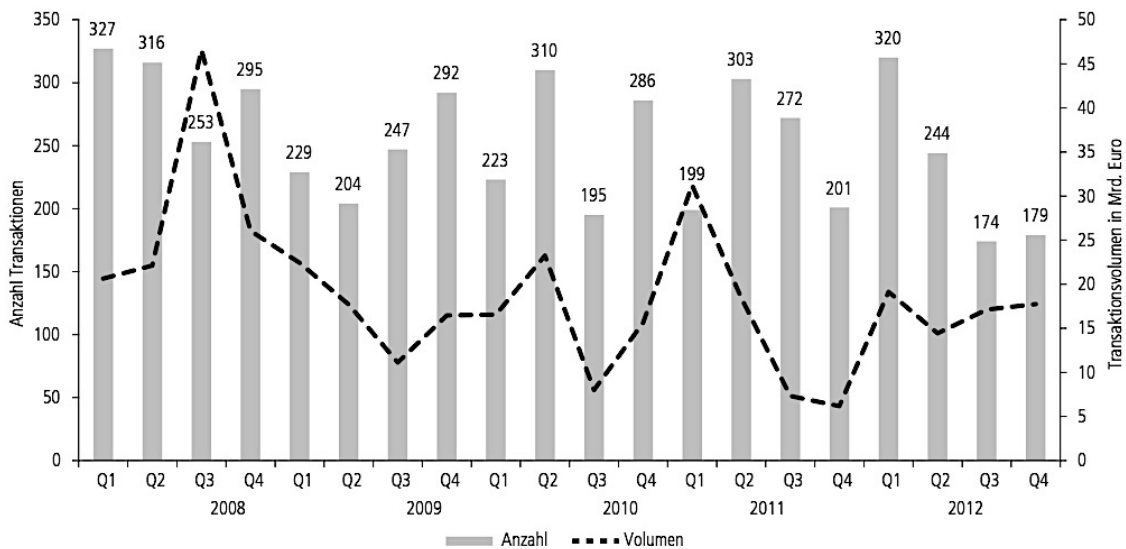


Abbildung 1: Transaktionsvolumen Deutschland 2008 - 2012³⁷

Neben dem Kauf und dem Verkauf von Unternehmensanteilen oder eines gesamten Unternehmens aus einem vertraglichen oder freiwilligen Grund gibt es weitere Gründe, die eine Unternehmensbewertung zwingend erfordern. Bei gesetzlicher Verschiebung der Eigentümerverhältnisse kann es beispielsweise bei einem „Squeeze Out“ gemäß §1 Abs. 1 GesAuG dazu kommen, dass ein unabhängiger Wirtschaftsprüfer einen Schiedswert ermitteln muss, um eine angemessene Abfindung für die Anteile der Minderheitsaktionäre zu berechnen. Es existieren also auch Gründe unabhängig vom Eigentümerwillen. Es ist erkennbar, dass der Anlass der Bewertung vorgibt, in wessen Interesse die

³⁵ Vgl. Kuhner / Maltry (2006), S.2

³⁶: http://www.ma-review.de/fileadmin/bilder/deal/Jahresrueckblick_2012.pdf (Zugriff am 01.05.2015)

³⁷: http://www.ma-review.de/fileadmin/bilder/deal/Jahresrueckblick_2012.pdf (Zugriff am 01.05.2015)

bewertende Person auftritt, weshalb die Auseinandersetzung mit dem Anlass von so wesentlicher Bedeutung ist. Es werden in der modernen Praxis der Unternehmensbewertung daher verschiedene Werteformen abgegrenzt. Sie haben sich in der historischen Entwicklung der Unternehmensbewertung als dem Zwecke dienlichstes Konzept etabliert.

2.3 Unternehmensbewertungsverfahren

2.3.1 Überblick über die Verfahren

Im Rahmen der heutigen Unternehmensbewertung hat sich eine Reihe von Methoden entwickelt, ein Unternehmen zu bewerten. Jede Theorie erhebt für sich den Anspruch, gültig zu sein, jedoch setzen sich in der Praxis nicht alle Verfahren gleichermaßen durch. Abbildung 2 soll eine Übersicht über die aktuelle Auswahl an Bewertungsverfahren geben.

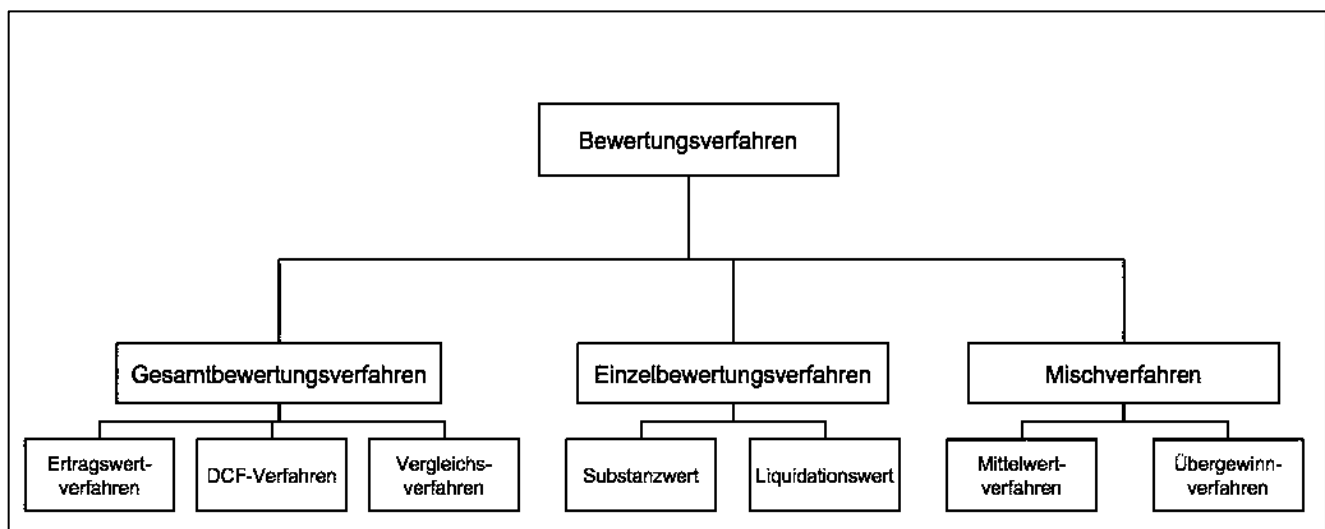


Abbildung 2: Übersicht der UBW-Verfahren³⁸

Mit dem Erkenntnisfortschritt und den Leistungen aus der betriebswirtschaftlichen Forschung haben sich viele Konzepte entwickelt anhand derer eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden kann. Doch mit der fortschreitenden Lehre der funktionalen Unternehmensbewertung

³⁸ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 30

wurde auch deutlich, dass die verschiedenen Zwecke der Unternehmensbewertung auch die Anwendung verschiedener Methoden der Bewertung verlangen.³⁹

Im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren wird zwischen Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren und Vergleichsverfahren unterschieden (vgl. Abbildung zuvor). Sie betrachten das Unternehmen als Gesamtheit und gehen davon aus, dass sich der Wert des Unternehmens aus der künftigen Ertragskraft dessen ableitet.⁴⁰

In Abgrenzung zu den Gesamtbewertungsverfahren betrachten Einzelbewertungsverfahren die einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden des Unternehmens isoliert. Die Summe dessen bestimmt den Unternehmenswert.⁴¹ Sie werden daher auch generell Substanzwertverfahren genannt, da sie die physische Substanz des Unternehmens evaluieren.

Demzufolge sind Mischverfahren Ansätze zur Durchmischung von Gesamtbewertungsverfahren und Einzelbewertungsverfahren. Es wird durch den Anwender versucht, die positiven Aspekte beider Ansätze zu berücksichtigen.⁴²

Im Rahmen dieser Arbeit soll aber ausschließlich auf die Ermittlung des Unternehmenswertes anhand von „Discounted Cashflow-Verfahren“ eingegangen werden, da diese den Kapitalisierungszinssatz mittels CAPM ermöglichen.

³⁹ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 29

⁴⁰ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 31

⁴¹ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 46

⁴² Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 49

2.3.2 Discounted Cashflow-Verfahren

2.3.2.1 Grundlegendes

In den Fachgutachten haben sich daher die aus der Investitionsrechnung bekannten Bewertungsmethoden der Ertragswertverfahren, sowie die Discounted Cash-Flow Verfahren durchgesetzt. Sowohl das Ertragswert-, als auch DCF-Verfahren beruhen auf der gleichen konzeptionellen Basis, als dass sie den Unternehmenswert als Barwert künftiger finanzieller Überschüsse ermitteln.⁴³

Des Weiteren werden sie den allgemein gültigen Anforderungen an die Unternehmensbewertung gerecht⁴⁴:

- *Zukunftsbezogenheit*: Die Adressaten der Bewertung sind lediglich an zukünftig zu erwartenden Gewinnen interessiert.
- *Nutzenbewertung*: Investoren handeln Nutzen maximierend; möglichst alle Beiträge sollen mit in die Bewertung einfließen.
- *Chancen und Risiken*: Chancen und Risiken für das Unternehmen sollen adäquat mit in die Berechnung einfließen.
- *Investorbezug*: Je nach Bewertungsanlass und Auftraggeber muss die Perspektive definierbar sein.

Die unterschiedlichen Bewertungsverfahren haben trotz ihrer unterschiedlichen Methoden jedoch einen gemeinsamen Sinn und Zweck: sie sollen einen realistischen monetären Gegenwert für ein oftmals komplexes Unternehmenskonstrukt bestimmen.⁴⁵ Alle Verfahren sollen daher grundsätzlich bei identischen Annahmen zu identischen Ergebnissen führen.⁴⁶

⁴³ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 31

⁴⁴ Vgl. Peemöller (2012), S.3

⁴⁵ Vgl. Drukarczyk / Ernst (2010), S. 9

⁴⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 31

2.3.2.2 Verfahrensweise

Bei den Discounted Cashflow-Verfahren wird der Unternehmenswert durch die Diskontierung (Kapitalisierung) der zukünftig prognostizierten Überschüsse des Unternehmens ermittelt. Diese werden innerhalb von Untergruppen der DCF-Verfahren unterschiedlich ermittelt.⁴⁷ Im Gegensatz zu den Ertragswertverfahren, auf die in dieser Arbeit nicht näher eingegangen werden soll, wird bei diesem Verfahren auf kapitalmarkttheoretische Modelle wie dem Capital Asset Pricing Model zurückgegriffen.⁴⁸ Diese konzeptionelle Orientierung am Kapitalmarkt stellt den wesentlichen Unterschied zu den Ertragswertverfahren dar.⁴⁹

Dem Bewerter stehen bei Anwendung der DCF-Verfahren mehrere mögliche Ansätze zur Verfügung:

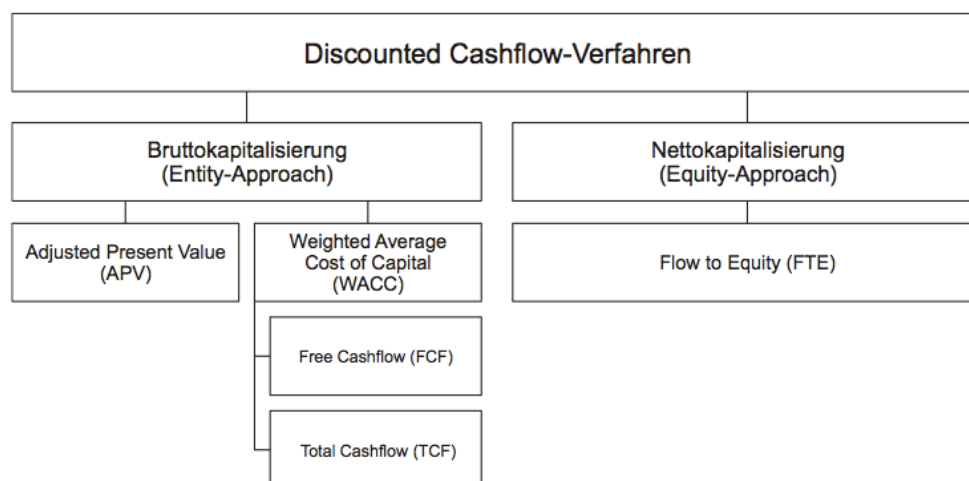


Abbildung 3: DCF-Verfahren im Überblick⁵⁰

Nachfolgend soll kurz auf die konzeptionellen Methoden der Verfahren eingegangen werden. Dabei liegt der Fokus auf der Kapitalisierung der Zahlungsüberschüsse. Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten kann bei den Verfahren mit Hilfe des CAPM gewonnen werden. Das CAPM und insbesondere

⁴⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 34

⁴⁸ Vgl. KFS/BW1 (2006), Tz. 35

⁴⁹ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 35

⁵⁰ Vgl. Ballwieser (2011), S. 116

dessen Risikozuschläge finden in den folgenden Kapiteln Würdigung und sollen im Zuge dieser Arbeit einer kritischen Analyse unterzogen werden.

Im Rahmen des Bruttoverfahrens (auch WACC-Ansatz genannt) wird der Marktwert des Gesamtkapitals durch die Kapitalisierung der Free Cash Flows (FCF) oder Total Cash Flows (TCF) mit dem WACC ermittelt.⁵¹

Das Fachgutachten kennt bisher lediglich die FCF. Sie werden unter Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung ermittelt.⁵² Es wird also von einem fiktiv unverschuldeten Unternehmen ausgegangen. Folgende Abbildung veranschaulicht die Ermittlung der FCF im Rahmen der Bruttoverfahren:

Handelsrechtliches Jahresergebnis
+ Fremdkapitalzinsen
- Steuerersparnis aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen
= Ergebnis vor Zinsen nach angepassten Ertragsteuern
+/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/- Abschreibungen/Zuschreibungen
+/- Bildung/Auflösung langfristiger Rückstellungen und sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge
-/+ Erhöhung/Verminderung des Nettoumlaufvermögens (ohne kurzfristige verzinsliche Verbindlichkeiten)
-/+ Cash-Flow aus Investitionen/Desinvestitionen
= Free Cash-Flow (FCF)

Abbildung 4: Ermittlung des Free Cash Flow⁵³

Da die Free Cash-Flows unter der Fiktion völliger Eigenfinanzierung ermittelt werden, sind die Fremdkapitalzinsen einzubeziehen. Liegt eine integrierte Planung mit expliziten Annahmen über die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals nicht vor, kann vereinfachend darauf verzichtet werden.⁵⁴

⁵¹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 38

⁵² Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 36

⁵³ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 36

⁵⁴ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 37

Der Zinssatz gemäß WACC ergibt sich aus der Kapitalstruktur des Unternehmens: die Renditeforderung des gewichteten Anteils der Eigenkapitalkosten zu den Gesamtkosten addiert mit der Renditeforderung des gewichteten Anteils der Fremdkapitalkosten zu den Gesamtkosten nach Korrektur um den Ertragsteuersatz wird zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes herangezogen.⁵⁵ Die folgende Formel veranschaulicht die Ermittlung des WACC:⁵⁶

$$c^{WACC} = r(FK) * (1 - s) * \frac{FK}{GK} + r(EK)_v * \frac{EK}{GK}$$

- c gewogener Kapitalkostensatz WACC
- FK Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
- EK Marktwert des Eigenkapitals
- GK Marktwert des Gesamtkapitals
- s Ertragsteuersatz auf Unternehmensebene
- r(FK) Kosten des Fremdkapitals
- r(EK) Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

Im Rahmen des Nettoverfahrens werden die Nettozuflüsse an die Eigenkapitalgeber (Flows to Equity, FTE) kapitalisiert. Bei diesem Verfahren bleiben die persönlichen Steuern außer Betracht.⁵⁷ Die Veränderung der Kapitalstruktur findet im Gegensatz zur Bruttomethode prinzipiell in jeder der betrachteten Perioden statt.

Bruttoverfahren und Nettoverfahren führen jedoch zum selben Ergebnis, wenn identische Annahmen über das künftige Finanzierungsverhalten des Unternehmens getroffen werden.⁵⁸

⁵⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 39

⁵⁶ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 39

⁵⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 46

⁵⁸ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 41

2.3.3 Empirische Erhebung über die Anwendung der Verfahren

In diesem Abschnitt sollen die empirischen Ergebnisse der Untersuchung der Unternehmensbewertungslandschaft von Wolfgang Nadvornik und Fabian Sylle in Österreich dargelegt werden, um die DCF-Verfahren in ihrer Bedeutung einordnen zu können. In der Studie von Nadvornik und Sylle an der Alpen Adria Universität in Klagenfurt wurde eine Bestandsaufnahme der in Österreich verbreiteten Verfahren durchgeführt und analysiert.⁵⁹

Anschließend soll das theoretische Fundament, sowie inhaltliche Aspekte der DCF-Verfahren und der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ausführlich erläutert werden.

In der empirischen Studie über Bewertungsverfahren wird aufgezeigt, welche Methoden zur Unternehmensbewertung in Österreich bevorzugt zur Anwendung kommen.

Von rund 10.000 angeschriebenen physischen Mitgliedern und Gesellschaften der Kammer der Wirtschaftstreuhänder beantworteten 79,9 Prozent der Teilnehmer die Frage nach dem von ihnen verwendeten Bewertungsverfahren mit DCF-Verfahren, wobei 65,48 Prozent die Ertragswertverfahren nannten. Erst weit abgeschlagen rangieren die übrigen Methoden. Dies betont die in der Praxis bestehende Untermauerung der zwei Bewertungsverfahren.

⁵⁹ Vgl. Nadvornik / Sylle (2012)

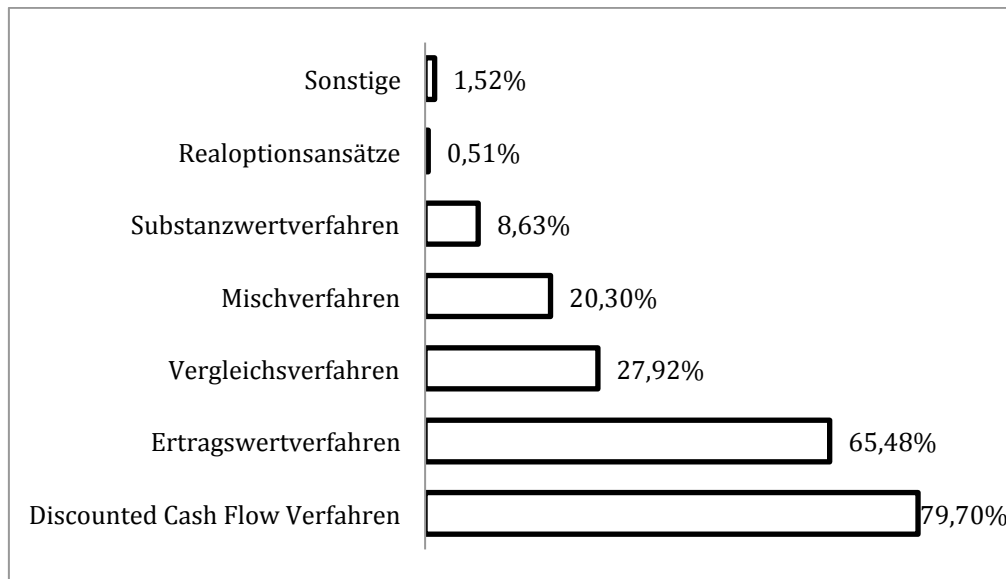


Abbildung 5: Einsatz von UBW-Verfahren in der Praxis (Mehrfachnennung möglich)⁶⁰

Im Rahmen der DCF-Verfahren wurden des Weiteren die unterschiedlichen Konzepte nach den Ansätzen des „Weighted average cost of capital“, des „Equity Approach“, sowie dem „Adjusted present value“ auf ihre Einsatzhäufigkeit untersucht. Bei dieser Frage liegt der Einsatz des WACC bei rund 71 Prozent.

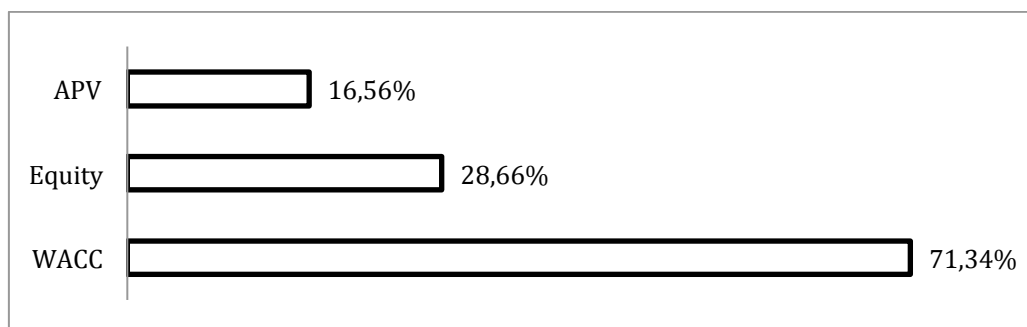


Abbildung 6: Einsatz von Ausprägungsformen der DCF-Verfahren⁶¹

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass diese empirische Studie klar zeigt, dass zukunftsorientierte Verfahren der Unternehmensbewertung wie etwa das DCF-Verfahren in Österreich klar präferiert werden.⁶² Dies untermauert die grundsätzliche Forderung nach weiterer Forschung auf diesem Gebiet.

⁶⁰ Vgl. Nadvornik / Sylle (2012), S. 3

⁶¹ Vgl. Nadvornik / Sylle (2012), S. 4

⁶² Vgl. Nadvornik / Sylle (2012), S. 14

2.4 Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung

Im folgenden Abschnitt wird die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes behandelt. Bereits aus der Investitionstheorie ist klar, welche große Bedeutung dem Kapitalisierungszinssatz und somit auch dem Hauptthema dieser Arbeit zukommt. Durch die finanzmathematische Position des Kapitalisierungszinssatzes und der damit verbundenen Hebelwirkung ist er stets Augenmerk vieler wissenschaftlicher Arbeiten gewesen.

Im Weiteren wird auf die zwei Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes eingegangen. Der Kapitalisierungszinssatz besteht in seiner modernen Definition aus dem Basiszinssatz, sowie dem unternehmensspezifischen Risikozuschlag. Die Würdigung des Risikos findet dabei zumeist anhand der durch das CAPM ermittelten Daten Berücksichtigung.⁶³

Um dem unternehmensspezifischen Risiko des Bewertungsobjektes gerecht zu werden, bedarf es eines Risikozuschlages. Bei der Ermittlung dessen nennt das österreichische Fachgutachten zwei Methoden⁶⁴:

- Sicherheitsäquivalenzmethode,
- Risikozuschlagsmethode.

National und international verbreitet sich zunehmend Risikozuschlagsmethode.

⁶⁵ Da das CAPM auch nur bei dieser Methode zum Einsatz kommt, wird auf die Erläuterung der Sicherheitsäquivalenzmethode gänzlich verzichtet.

Zur Bestimmung des Risikozuschlages sind die Teilziffern 69 ff. des Fachgutachtens maßgeblich. Demnach sind für die konkrete Höhe des Risikozuschlages auf dem Markt beobachtbare Risikoprämien ausschlaggebend,

⁶³ siehe dazu vor allem die Ausführungen des Fachgutachtens Tz. 99 ff.

⁶⁴ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 100

⁶⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 100

welche auf die speziellen Gegebenheiten des Bewertungssubjektes anzupassen sind.⁶⁶

Diese Risikoprämien sind auf Vorschlag der KWT gemäß Capital Asset Pricing Model zu ermitteln.

„Marktorientierte Risikozuschläge können auf Grundlage des CAPM oder auf Grund anderer kapitalmarktorientierter Methoden ermittelt werden. Auf Basis des CAPM ergibt sich der Risikozuschlag für das zu bewertende Unternehmen durch Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor. Marktrisikoprämien und unternehmensindividuelle Beta-Faktoren werden von Finanzdienstleistern erhoben bzw. können einschlägigen Publikationen entnommen werden. Bei der Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren bzw. Risikoprämien von vergleichbaren Unternehmen oder Branchen herangezogen werden.“⁶⁷

Darstellung des CAPM:

$$E(r_i) = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i$$

- $E(r_i)$ erwartete Rendite des Wertpapiers i
- r_f risikoloser Zinssatz
- r_m erwartete Rendite des Marktportfolios
- β_i Beta-Faktor des Wertpapiers i

Da das CAPM allerdings finanzmathematisch auf teilweise restriktiven Annahmen basiert, welche unter realen Bedingungen nicht vorherrschend sind, kann und wird das Modell oft kritisiert.

⁶⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 101

⁶⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 106

Der Diskontierungszinssatz nach dem CAPM deckt im klassischen Modell nicht immer alle individuellen dem Unternehmen zurechenbaren Risiken ab und kann folglich auch zu einem unrichtigen Ergebnis der Bewertung führen.

Die Ermittlung des Risikozuschlages anhand des CAPM hat sich dennoch aufgrund seiner nachvollziehenden und vor allem willkürfreien Herleitung der Risikoprämie in der Praxis durchgesetzt.⁶⁸ Daher müssen Adaptierungen zu den Resultaten der Berechnungen erfolgen.

Bachl hält Adaptierungen des CAPM für grundsätzlich notwendig. Er ist der Annahme, dass das CAPM in seiner theoretischen Reinform prinzipiell nur für börsennotierte Unternehmen anwendbar sei. Auch *Mandl*, *Purtscher* und *Baumüller* fordern weitere Maßnahmen im Umgang mit dieser Tatsache im Rahmen der Überarbeitung des Fachgutachtens.⁶⁹

Der weniger umstrittene Teil des Kapitalisierungszinssatzes besteht aus dem Basiszinssatz. Der Basiszinssatz bildet die Grundlage für den eigentlichen Kapitalisierungszinssatz.

Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist dem Fachgutachten nach von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen.⁷⁰ Bei dessen Festlegung kommt insbesondere dem Erfordernis der Laufzeitäquivalenz Bedeutung zu. Steigt der Veranlagungshorizont, so steigt modelltheoretisch auch die von den Anlegern geforderte Rendite in jeder Periode, sodass sich der Zusammenhang üblicherweise in Form einer einfachen Zinsstrukturkurve darstellen lässt (siehe nachfolgende Abbildung 7).⁷¹

⁶⁸ Vgl. *Bachl* (2011), S. 35

⁶⁹ Vgl. *Mandl / Purtscher / Baumüller* (2013), S. 318

⁷⁰ Vgl. *KFS/BW1* (2014), Tz. 104

⁷¹ Vgl. *Bachl* (2011), S. 36

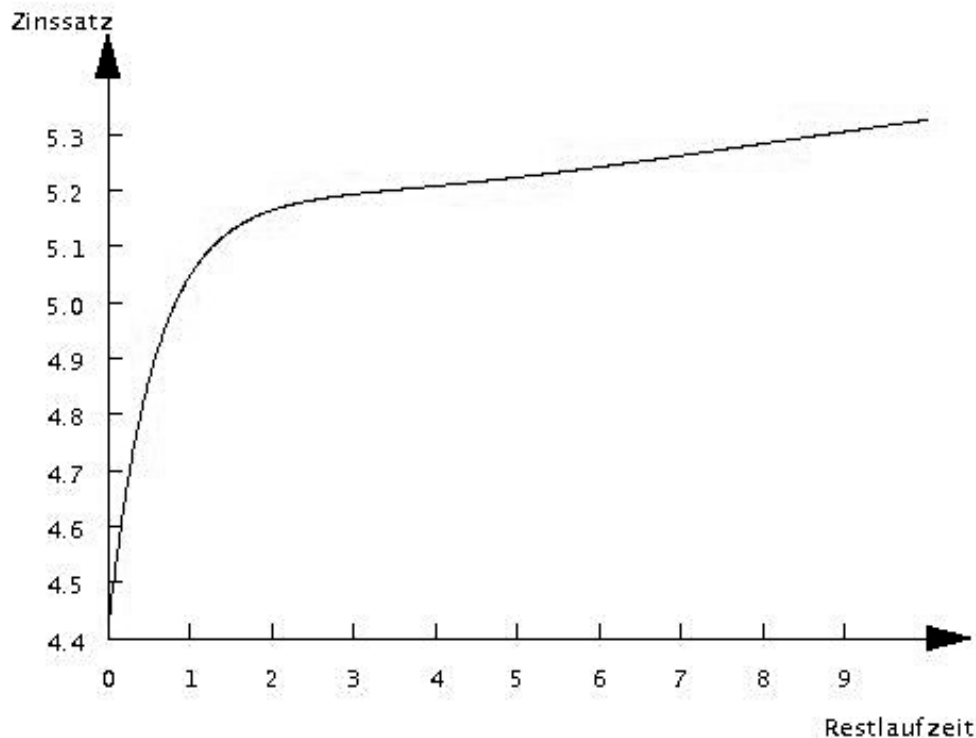


Abbildung 7: Annahme Zinsstrukturkurve

Obwohl bei Vorliegen einer nicht-flachen Zinsstrukturkurve die richtige Vorgehensweise wäre, für jede Periode einen spezifischen Basiszinssatz zu errechnen, greift die Praxis regelmäßig zu einer Näherungslösung und rechnet mit einem über den gesamten Zeitraum konstanten Basiszinssatz. In der österreichischen Bewertungspraxis haben sich drei wesentliche Methoden durchgesetzt.⁷²

Die erste Methode verwendet als Basiszinssatz die längste verfügbare (in der Regel 30 Jahre) „spot rate“ für langfristige Staatsanleihen.

Eine gemäß Stellungnahme der KWT ebenfalls gültige, alternative Herleitung des Basiszinssatzes besteht in der Ermittlung der am Bewertungsstichtag bestehenden Effektivrendite einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren.⁷³

⁷² Vgl. Bachl (2011), S. 37

⁷³ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 104 ff.

Die dritte Methode stellt die Herleitung unter Zuhilfenahme der Svensson-Formel dar. Sie ist methodisch die aufwendigste, aber die exakteste der drei Methoden. Mit Hilfe dieser Methode lassen sich stichtagsbezogene Ableitungen für den Zinssatz und die spezifische Laufzeit errechnen.⁷⁴

$$z(n, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_1}}{n/\tau_1} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_2}}{n/\tau_1} - e^{-n/\tau_1} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_2}}{n/\tau_2} - e^{-n/\tau_2} \right)$$

Abbildung 8: Svensson-Formel⁷⁵

Da die Anwendung der Svensson-Formel mathematisch aufwendig ist, haben sich kommerzielle Dienstleister, aber auch staatliche Institutionen online Datenbanken eingerichtet, in denen die Parameter der Formel online abrufbar sind.⁷⁶ Hierzu zählen unter anderem die deutsche Bundesbank und die österreichische Kontrollbank.

In der österreichischen Praxis hat sich bei Anwendung der Svensson-Methode der Rückgriff auf deutsche Staatsanleihen durchgesetzt, da die Daten aus Deutschland online kostenfrei auf der Homepage der Bundesbank⁷⁷ abrufbar sind. Dies stellt seit der Währungsunion und der wirtschaftlichen Vergleichbarkeit beider Länder kein wesentliches Problem dar.

2.5 Berücksichtigung des Risikos

Da jede Investition in ein Unternehmen mit einem bestimmten Risiko verbunden ist, kann auch das Fachgutachten dazu nicht schweigen. Während das alte Fachgutachten noch konkrete Risikofaktoren nannte, werden diese in der neuen Version von 2014 nicht mehr explizit benannt. Es lässt hier dem Wirtschaftstreuhänder offen, welche Risikofaktoren er in seine Berechnungen

⁷⁴ Vgl. Bachl (2011), S. 37

⁷⁵ Svensson (1994), S.6

⁷⁶ Ein kostenloses Tool zur Berechnung kann unter <http://www.basiszinskurve.de> gefunden werden (Zugriff am 01.05.2015)

⁷⁷ Daten sind abrufbar unter http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_list_node.html?listId=www_s140_it04c1 (Zugriff am 01.05.2015)

einbezieht, fordert aber gleichzeitig die methodische Nachvollziehbarkeit für Dritte, sowie die Begründung der zugrunde liegenden Annahmen bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten des betrachteten Unternehmens.⁷⁸

Zu diskutieren sind insbesondere die folgenden Risikofaktoren:

- Besonderes Risiko bei der Bewertung von KMU
- Risiko bei Unternehmenstätigkeit in speziellen Ländern
- Risiko aus der besonderen Situation des zu bewertenden Unternehmens (leistungs- und finanzwirtschaftlicher Art)
- Risiko, welches nicht durch das CAPM erfasst wird (unsystematisches Risiko)
- Risiko geringer Mobilität, wenn von einer geringen Behaltdauer des Erwerbers auszugehen ist

Im weiteren Verlauf der Arbeit wird auf diese Faktoren besonderes Augenmerk gelegt und ein Überblick über die in der Literatur vorherrschende Meinung gegeben sowie die Änderungen des Fachgutachtens in dieser Hinsicht geschildert (soweit geschehen). Ferner wird jede Risikokomponente einer kritischen Betrachtung durch den Autor unterzogen.

⁷⁸ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 112

3 Risikozuschlag für geringe Unternehmensgröße

3.1 Grundlegendes

Die Berücksichtigung eines Zuschlages für kleine Unternehmen im Rahmen der Herleitung der Eigenkapitalkosten wird sowohl theoretisch als auch praktisch intensiv diskutiert. Die Größe eines Unternehmens und der damit verbundene Effekt ist wohl der wichtigste zu beachtende Aspekt bei der Bewertung eines Unternehmens, wenn man von (zusätzlichen) Unternehmensrisiken spricht.

Zahlreiche empirische Studien - vorwiegend aus dem anglo-amerikanischen Raum - zeigen für kleinere Unternehmen höhere Renditen, als es für größere der Fall ist. Stellvertretend sei an dieser Stelle die Studie „Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds“ durch Fama und French⁷⁹ genannt, welche diesen Effekt bereits 1993 anhand von Daten der New Yorker Börse NYSE empirisch belegte.

Aus der Tatsache, dass für KMU andere Einflussfaktoren von Bedeutung sind, als für größere Unternehmen muss gefolgert werden, dass für kleinere Unternehmen zusätzlich nicht im CAPM berücksichtigte Faktoren von Bedeutung sind⁸⁰ und das daraus resultierende zusätzliche Risiko eines potenziellen Investors abgegolten werden muss. Daraus hat sich ein Wettrennen um den Globus eingestellt, bei dem für jeden Wertpapiermarkt diese „Size-Effekte“ nachgewiesen werden sollten, um zu beweisen, dass kleine Unternehmen andere Risikofaktoren als größere Unternehmen haben.

⁷⁹ Vgl. Fama / French (1993)

⁸⁰ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 344

3.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation

Die theoretische Berücksichtigung des Zuschlages im Rahmen der Herleitung der Eigenkapitalkosten soll aufgrund einer (pragmatischen) Addition (Faktor $r_{s,p}$) zum Kapitalisierungszinssatz Einklang finden⁸¹:

$$E(r_i) = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_i + r_{s,p}$$

- $E(r_i)$ erwartete Rendite des Wertpapiers i
- r_f risikoloser Zinssatz
- r_m erwartete Rendite des Marktportfolios
- $r_{s,p}$ erwartete Size-Prämie für das Größenportfolio p
- β_i Beta-Faktor des Wertpapiers i

Die Höhe des konkret anzuwendenden Zuschlages ist dabei durch den Gutachter selbst festzulegen, wie etwa auf der Basis weiterer empirischer Studien zum Risikozuschlag.⁸²

Auf der anderen Seite wird die Anwendung dieses Effektes einer kritischen Analyse unterzogen. Kritisiert wird nicht etwa, dass dieser Effekt grundsätzlich nicht existieren könne, sondern viel mehr dass er bisher nicht komplett lückenlos empirisch belegt wurde.⁸³ Ein weiterer Kritikpunkt ist für die Praxis relevant und soll hier genannt werden: entscheidet sich ein Treuhänder für die Anwendung des Zuschlages für kleine Unternehmen, so muss er sich in Folge dessen die Frage stellen, in welcher Höhe und in welcher Form er diesen einbringen soll.

An dieser Stelle kann daraus folgend kritisiert werden, dass die Bewertung dann oft nach Intuition und vermindert nach tatsächlichen Fakten basiert erfolgt. Eine Nicht-berücksichtigung wäre in dem Fall fahrlässig, wenn doch unterschiedliche Risiken zu betrachten wären.

Die Anwendung von sogenannten Size-Prämien ist trotz der intensiven Diskussionen in der amerikanischen Bewertungspraxis bereits weitgehend

⁸¹ Vgl. Baetge / Schulz / Klönne (2010), S. 50

⁸² Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 344

⁸³ Vgl. Vettiger / Hirzel (2010), S. 3; Vgl. Yamaguchi (2006)

etabliert, während sie im europäischen Raum noch viel Gegenwind haben.⁸⁴ Eine vorbehaltlose Übernahme dieser Praxis auf die europäische Ebene wäre dabei inkorrekt, da der amerikanische Aktienmarkt sich doch von dem europäischen unterscheidet. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Institutes deutscher Wirtschaftsprüfer hat sich ebenfalls mit dieser Problematik befasst. Das IDW lehnt derzeit eine derartige Erhöhung ab, da es gegenwärtig eines theoretischen Nachweises fehlt und sich ein eindeutiger Zusammenhang zwischen den Eigenkapitalkosten und Unternehmensgrößen auf dem deutschen Kapitalmarkt empirisch nicht belegen lässt.⁸⁵

Bereits das Fachgutachten von 2006 widmete sich stark dem Thema der Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen. Im Fachgutachten 2014 ist der Abschnitt 7.5 im Fokus dieser Besonderheiten und umschreibt Kennzeichen und Probleme im Rahmen einer Unternehmensbewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen.

Es wird umschrieben, dass betroffene Unternehmen durch „keine eindeutige Abgrenzung zwischen Betriebs- und Privatvermögen, wenige Geschäftsbereiche, ein einfaches Rechnungswesen und einfache interne Kontrollen“⁸⁶ gekennzeichnet sind und daher bei Bewertungen jener betroffenen Unternehmen besonderes Augenmerk auf diese Faktoren zu richten ist.

Hinzu kommt, dass kleine und mittelständische Unternehmen häufig unter signifikantem Einfluss eines kleinen Personenkreises stehen und von dessen individuellem Knowhow über Produktspezifikationen, Markt- und Brancheneigenheiten und der Konkurrenzsituation des Unternehmens abhängig sind. Besonders hervorgehoben werden in diesem Zusammenhang die Unternehmenseigentümer. So heißt es, dass bei diesen Unternehmen „auf eine korrekte Trennung zwischen betrieblicher und privater Sphäre zu achten“⁸⁷ ist.

⁸⁴ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 345

⁸⁵ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 100

⁸⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 143

⁸⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 144

Im Speziellen wird auch darauf hingewiesen, dass die besonderen Leistungen, Fähigkeiten und das Wissen der bisherigen Eigentümer oft von herausragender Bedeutung für das Unternehmen sind und der bisherige „Unternehmerlohn“ bei zukünftiger Fremdführung in realistischer Höhe angesetzt werden muss.

Im Rahmen der Betrachtung von KMU hat es dahingehend eine Änderung des Fachgutachtens in der Version 2014 gegeben. Bei der Berücksichtigung der Höhe jenes Unternehmerlohns werden nun auch zusätzlich zum Unternehmenseigentümer selbst explizit Familienangehörige erwähnt, welche analog wertvolle Leistungen für das Unternehmen einbringen können wie der Unternehmenseigentümer selbst.

Der Diskussionsprozess ist dahingehend noch nicht abgeschlossen und soll in den folgenden Kapiteln ausführlich dargestellt werden. Zusätzlich werden die Änderungen in der neuen Version des Fachgutachtens KFS/BW1 diskutiert. Abschließend soll die Eignung des Zuschlages im Rahmen der derzeitigen Bestimmungen erfolgen.

3.3 Literaturüberblick

In der aktiven Unternehmensbewertungspraxis wird immer öfters gefordert, das CAPM wie bereits zuvor beschrieben pragmatisch um eine additive Komponente zu erweitern. So soll die Größe des Bewertungsobjektes auch im Kapitalisierungszinssatz Berücksichtigung finden.

Da die meisten empirischen Untersuchungen zu den „Size-Prämien“ aus dem anglo-amerikanischen Raum entspringen, sollen an dieser Stelle auch zunächst die US-Publikationen aufgeführt werden. Bereits Banz (1981)⁸⁸ veröffentlichte eine Untersuchung des amerikanischen Kapitalmarktes, in der er zu dem Schluss kommt, dass für kleinere Unternehmen innerhalb des NYSE ein höheres Risiko anzunehmen ist. Er formuliert seinen Schluss allerdings dahingehend vorsichtig, dass er die gefundenen Einflussfaktoren nicht „per se“ auf die Unternehmensgröße zurückführt, sondern es auch andere Faktoren geben könne, die Einfluss auf das Unternehmensrisiko nehmen.⁸⁹ Seit seiner Veröffentlichung ist geradezu eine Lawine an Untersuchungen, Statistiken und Publikationen losgetreten worden, die sich mit dem „Size-Effekt“ beschäftigen und von denen die meisten zu dem selben Ergebnis wie Banz gelangen.

Stellvertretend für viele Studien die diesen Effekt in den 1980er Jahren und frühen 1990er Jahren bekräftigten, sei an dieser Stelle die Publikation von Fama / French⁹⁰ genannt, welche diesen Effekt bereits 1992 ebenfalls anhand von Daten der New Yorker Börse NYSE empirisch belegte.

Ebenfalls prominent sind die Publikationen von Ibbotson / Morningstar.⁹¹ Sie enthalten Zusammenstellungen mit Datenmaterial aus den US-Kapitalmärkten seit ihren frühen Anfängen. Die ältesten Aufzeichnungen reichen bis in das Jahr 1926 zurück. Es wird hier argumentiert, dass Investoren aufgrund der Unternehmensgröße von Unternehmen verschieden hohe Rendite fordern. Die

⁸⁸ Vgl. Banz (1981)

⁸⁹ Vgl. Banz (1981), S. 3

⁹⁰ Vgl. Fama / French (1992)

⁹¹ Vgl. Ibbotson / Morningstar (2008)

additive Prämie spiegelt dann diese Forderung wieder. Es zeigt sich dabei ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße, sowie den Aktienrenditen bzw. Size-Prämien.⁹²

Im europäischen Raum wurden die ebenfalls besonders prominenten Studien von Duff & Phelps („Risk Premium Report“) zur Begründung von Zuschlägen zum Kapitalisierungszinssatz aufgrund der Unternehmensgröße herangezogen, in denen Grabowski das Phänomen der „Size Premium“ ausführlich durchleuchtet und ebenfalls ein prominenter Vertreter der Zuschläge für geringe Unternehmensgröße ist.⁹³

Es gibt jedoch in der anglo-amerikanischen Literatur nicht ausschließlich Fürsprecher für diesen Effekt. So finden Horowitz, Loughran und Savin keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und dem damit verbundenen Risiko.⁹⁴ Ihrer Studie nach gibt es in der Form wie sie vorher genannte Autoren befürworten keine Rechtfertigung für die systematische Anwendung der „Size-Prämien“. ⁹⁵ Al-Rjoub, Varela und Hasan gehen sogar noch einen Schritt weiter und finden für den amerikanischen Kapitalmarkt in den Jahren 1970 bis 1999 einen gegensätzlichen Effekt. ⁹⁶ Sie zeigen in ihrer statistischen Untersuchung, dass Risiken für Portfolios von kleinen Unternehmen mit zunehmender Haltedauer geringer sind, als jene von großen Unternehmen.⁹⁷

Van Dijk argumentiert in seiner Publikation „Is size dead? A review of the size effect in equity returns“, dass es überstürzt wäre, dem „Size-Premium“ gleich den Rücken zu kehren, wenn es auch bisher empirisch nicht lückenlos belegt werden konnte. Es sei hingegen vielmehr notwendig aufgrund der positiven Ergebnisse

⁹² Vgl. Baetge / Schulz / Klönne (2010), S. 53; Vgl. Ibbotson / Morningstar (2008), S. 137

⁹³ die Publikationen von Grabowski sind teilweise auf der Homepage von Duff & Phelps unter <http://www.duffandphelps.com> abrufbar

⁹⁴ Vgl. Horowitz / Loughran / Savin (2000), S. 83

⁹⁵ Vgl. Horowitz / Loughran / Savin (2000), S. 83

⁹⁶ Vgl. Al-Rjoub / Varela / Hasan (2005)

⁹⁷ Vgl. Al-Rjoub / Varela / Hasan (2005)

aus früheren Studien, weiter empirische Studien in diese Richtung anzuregen, um weitere Erkenntnisse zu erlangen und gesichertere Aussagen treffen zu können. Neue Untersuchungen könnten daher die derzeitig verfahrenere Lage der Argumentation rund um diesen Effekt lösen und die Diskussion mit neuer Erkenntnis anregen.⁹⁸ Noch immer wird in der wissenschaftlichen Welt primär am US-Kapitalmarkt nach einer endgültigen wissenschaftlichen Antwort auf die Frage der Größeneffekte gesucht, welche Banz vor mehr als 30 Jahren lostrat.

Es wäre jedoch falsch, die Auseinandersetzungen und wissenschaftlichen Erkenntnisse über die US-Kapitalmärkte vorbehaltlos auf europäische Verhältnisse zu kopieren. Daher soll an dieser Stelle die Überleitung zu europäischen Verhältnissen geschehen.

Stehle untersuchte den Größeneffekt für Unternehmen, die an der deutschen Börse in Frankfurt am Main gehandelt wurden. Er untersuchte Wertpapiere zwischen 1954 und 1990 anhand der monatlichen Entwicklung der Wertpapiere auf einen Größeneffekt, in dem er Unternehmen miteinander verglich und diesen Effekt auch für den deutschen Markt bestätigt.⁹⁹

Schulz verwendet die selbe Methodik für seine Untersuchungen zum Markt wie Grabowski (siehe den Abschnitt der Untersuchungen Duff & Phelps oben) für den Zeitraum zwischen 1995 und 2008. Anhand seiner Untersuchung geht er der Frage nach, ob der am amerikanischen Markt nachgewiesene Effekt auf den deutschen übertragbar sei. Insgesamt zeigt sich bei Schulz, dass eine quantitative Größenanpassung der durch das CAPM ermittelten Risikoanpassungen derzeit abzulehnen ist.¹⁰⁰

Die folgende Tabelle zeigt eine übersichtliche Aufarbeitung der bisherigen Untersuchungen, welche hier auch teilweise diskutiert wurden und deren wesentlichen Aussagen im Zusammenhang mit der „Size-Prämie“. Sie ist in

⁹⁸ Vgl. Van Dijk (2011), S. 3272

⁹⁹ Vgl. Stehle (1997)

¹⁰⁰ Vgl. Schulz (2010)

Anlehnung an die Arbeit von Schulz (2010) entstanden.¹⁰¹ Aus dieser Übersicht zeigt sich die Vielfalt der Erkenntnisse aus den Untersuchungen im US-Kapitalmarkt und die teilweise gegensätzlichen Erkenntnisse, insbesondere abgeleitet aus dem deutschen Kapitalmarkt.

Studie	Wesentliche Aussagen
<i>Zum US-Kapitalmarkt</i>	
Ibbotson & Morningstar (2008)	Größeneffekt für kleine Firmen vorhanden
Grabowski & King (2008)	Größeneffekt für kleine Firmen vorhanden bei Unterscheidung von kleinen Firmen in Kategorien
Fama & French (1992)	Signifikanter Größeneffekt
Schwert (2003)	Größeneffekt nicht vorhanden
Al-Rjoub, Varela & Hassan (2005)	Teilweise gegensätzlicher Effekt
Hou & Dijk (2008)	Teilweise signifikanter Effekt, für Unterperioden tw. kein Effekt
<i>Zum deutschen Kapitalmarkt</i>	
Beiker (1993)	Tw. signifikanter Effekt, Höhe abhängig von Wahl der Unterperioden, kein Effekt bei Ausschluss diverser Branchen
Stehle (1997)	Teilweise signifikanter Effekt, für Unterperioden tw. kein Effekt
Stock (2002)	Teilweise signifikanter Effekt, für Unterperioden tw. kein Effekt
Jaron & Romberg (2009)	Gegensätzlicher Effekt

Tabelle 2: Übersicht der Studien zum Größeneffekt ¹⁰²

¹⁰¹ Vgl. Schulz (2010), S. 5

¹⁰² in Anlehnung an die Tabelle aus Schulz (2010), S. 5

Doch auch zwischen dem deutschen und dem österreichischen Kapitalmarkt kann weiter differenziert werden. Die Studien zum österreichischen Markt über die Größeneffekte lassen sich bis dato rasch aufzählen: Aussenegg und Grünbichler (1999) wiesen in ihrer Arbeit den Size-Effekt das erste Mal am österreichischen Aktienmarkt nach. Sie untersuchten Wertpapiere im Zeitraum zwischen 1986 und 1997 auf eben diesen Effekt.¹⁰³ Es werden vor allem Neuemissionen (IPO's) bei ihren Untersuchungen berücksichtigt und Effekte im Zusammenhang mit diesen untersucht. Schließt man diese Unternehmen aus, so zeigt sich ein statistisch signifikanter Größeneffekt. Werden diese Unternehmen hingegen in die Bandbreite der untersuchten Unternehmen mit eingeschlossen, so können die Autoren keinen Size-Effekt mehr messen.¹⁰⁴ Es zeigt sich in dieser Arbeit ein weiteres Mal, dass die Untersuchungen zu den „Size-Prämien“ unterschiedlicher kaum sein können und viele verschiedene Faktoren Einfluss auf die Ergebnisse der Untersuchungen haben.

Bisher gab es in Österreich keine weiteren einschlägigen Untersuchungen zum Größeneffekt. Insbesondere für die österreichische Unternehmenslandschaft ist noch viel Arbeit in diese Richtung notwendig, da Erkenntnisse aus anderen Kapitalmärkten in dieser Form nicht vorbehaltlos übertragen werden dürfen. Es geht nicht nur aus der kleinen Dimension der Stichprobe im Rahmen der Arbeit von Aussenegg und Grünbichler hervor, dass dieser Effekt für den österreichischen Markt nicht bestätigt ist, sondern vielmehr auch aus der Tatsache, dass es noch keine weiteren Untersuchungen hierzu gegeben hat.

¹⁰³ Vgl. Aussenegg / Grünbichler (1999)

¹⁰⁴ Vgl. Aussenegg / Grünbichler (1999), S.651 - 654

3.4 Kritische Würdigung der Komponente

Die Würdigung des Größeneffektes, und der damit verbundenen Prämie für die Unternehmensgröße ist in der Wissenschaft seit geraumer Zeit umstritten und wird seit Jahrzehnten teilweise belegt oder abgelehnt.

Die modelltheoretisch eindeutige Ablehnung dieser Zuschläge als pragmatische Addition zu den aus dem CAPM ermittelten Zinssätzen steht außer Frage. Zusätzlich ist jedoch die Frage hinsichtlich der wissenschaftlichen Erkenntnisse aus empirischen Untersuchungen nicht geklärt.

Es zeigt die Menge an unterschiedlichen Erkenntnissen und Meinungen und darüber hinaus, dass es auch empirisch noch zu keiner restlos überzeugenden Arbeit gekommen ist.

Van Dijk fasst die globalen wissenschaftlichen Erkenntnisse in seiner Arbeit treffend zusammen. Es ist aus wissenschaftlicher Sicht überstürzt, dem „Size-Premium“ zwar gleich den Rücken zu kehren, wenn es bisher empirisch nicht lückenlos belegt werden konnte. Es sei hingegen vielmehr notwendig, aufgrund der positiven Ergebnisse aus früheren Studien weiter empirische Studien in diese Richtung anzuregen, um weitere Erkenntnisse zu erlangen und Aussagen treffen zu können.¹⁰⁵ Neue Untersuchungen könnten daher die derzeit verfahrenere Lage der Argumentation rund um diesen Effekt lösen und die Diskussion mit neuer Erkenntnis anregen oder in eine neue Richtung lenken.

Im Rahmen des Fachgutachtens wird davon gesprochen, das auf die Bewertung bei KMU auf Faktoren wie dem Unternehmerlohn und anderer Besonderheiten zu achten sei. Es wird jedoch nicht wie in Deutschland (wie etwa durch den FAUB) eine konkrete Befürwortung oder Ablehnung dieser Zuschläge ausgesprochen. Dies spiegelt die derzeit verzwickte Lage der wissenschaftlichen Diskussionen wieder. Einerseits ist es wichtig diese Besonderheiten zu beachten,

¹⁰⁵ Vgl. Van Dijk (2011), S. 3272

auf der anderen Seite ist es jedoch keine gute Entscheidung aufgrund der Unternehmensgröße einen pauschalen Zuschlag zu erheben.

In diesem Zusammenhang ist die Diskussion noch nicht abgeschlossen und es gibt keine wissenschaftlich einheitlichen Erkenntnisse, daher ist dieser Zuschlag derzeit abgesehen von den genannten Unternehmensbesonderheiten abzulehnen.

4 Risikozuschlag für spezifisches Länderrisiko

4.1 Grundlegendes

Die mögliche Berücksichtigung der Länderrisikoprämie als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz ist wohl grundsätzlich auch ohne wirtschaftswissenschaftliche Vorbildung nachvollziehbar. Darüber hinaus kann eine Reihe von Problemen bei der Ermittlung des CAPM im Zuge der tatsächlich zu berücksichtigenden Risiken auftreten, welche in den folgenden Abschnitten dargestellt werden.

Man stelle sich beispielsweise zwei Unternehmen vor, die aufgrund ihrer Perspektive, ihrer Jahresabschlüsse und anderer Faktoren außerhalb des Zusammenhanges der Länder, in denen sie tätig sind, objektiv betrachtet gleichauf erscheinen. Jedoch ist eines der beiden Unternehmen primär in Österreich und das andere Unternehmen in Venezuela tätig.¹⁰⁶ Es ist offensichtlich und ebenfalls leicht nachvollziehbar, dass der potenzielle Investor aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit den Ländern, in denen die Unternehmen tätig sind, verschiedene Risiken für die zwei Unternehmen zu erwarten hat.

Durch die zusätzlich zu erhebende Länderrisikoprämie sollen jene Risikofaktoren Berücksichtigung finden, die weder durch den im CAPM vorhandenen Kapitalisierungszinssatz noch durch die Cashflows abgedeckt werden können. Siehe dazu die folgenden Ausführungen.

In den folgenden Abschnitten werden darüber hinaus die unterschiedlichen Ausführungen von Lehrenden und Praktikern, sowie deren Kritikpunkte am CAPM dargestellt und eine kritische Würdigung dessen stattfinden.

¹⁰⁶ Der Internationale Währungsfonds (IWF) klassifiziert Venezuela in seinen Berichten als aufstrebenden Markt („emerging Market“). Das Außenministerium Österreichs schätzt zudem die innenpolitische Lage des Landes als „stark angespannt“ ein.

4.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation

Besonders intensiv beschäftigt sich Aswath Damodaran mit der Thematik der Länderrisiken und erfährt international hohes Ansehen für seine Arbeit rund um diese Themenstellung. Aswath Damodaran ist Professor für Finance an der „Stern School of Business“ in New York und veröffentlicht auf seiner Homepage kostenlos abrufbar umfassendes Datenmaterial zu Länderrisiken und gewährt Zugang zu einer Auswahl seiner Publikationen.¹⁰⁷ In seinen Ausführungen zum Thema der Länderrisikoprämie führt Damodaran im Rahmen der Diskussion um Länderrisikoprämien eine Reihe von Punkten an, die bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie mittels „Capital Asset Pricing Model“ Probleme bereiten, um einen legitimen Rahmen für sein Modell zu bereiten.¹⁰⁸

Als erster Punkt sei hierbei zu nennen, dass die Marktrisikoprämie im Rahmen des CAPM einer statistischen Schätzung entspricht, da sie auf statistisch ermittelten Erwartungswerten basiert. Die erwartete Rendite des Wertpapierses setzt sich gemäß CAPM aus Erwartungen über Renditen des Portfolios und anderen Komponenten zusammen (siehe Kapitel über die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes).

Des Weiteren fällt der Standardfehler der (technischen) Berechnung umso größer aus, desto kürzer die betrachtete Zeitreihe ist. Dies ergibt sich aus der Definition des Standardfehlers in der Statistik und steht in positiv korrelierendem Zusammenhang mit dem Stichprobenumfang. Es ergibt sich die Notwendigkeit einer hinreichend großen Grundgesamtheit, um eine möglichst präzise Schätzung zu gestatten.¹⁰⁹

Darüber ist laut Damodaran der einzige Kapitalmarkt, auf den die aus den ersten beiden Punkten geforderten Sachverhalte zutreffen, der US-amerikanische. Für

¹⁰⁷ Abrufbar sind alle Ausführungen unter <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

¹⁰⁸ Vgl. dazu die Ausführungen von Damodaran, hierzu insbesondere Damodaran (1999), sowie Damodaran (2003) „Country risk and company exposure: theory and practice“ sowie weitere Publikationen

¹⁰⁹ Vgl. Bücker (2003), S. 197 ff.

insbesondere kleine und aufstrebende Kapitalmärkte kann aus den Forderungen technischer Natur (vor allem der Größe der Grundgesamtheit) keine hinreichend präzise Schätzung der Marktrisikoprämie erfolgen.¹¹⁰

In diesem Zusammenhang fordert Damodaran schlussendlich die Einführung der zusätzlichen Länderrisikoprämie, die er „Country Risk Premium“ nennt. Diese zusätzliche Länderrisikoprämie zielt primär darauf ab jene Risiken abzudecken, welche sich aus der unternehmerischen Tätigkeit in insbesondere aufstrebenden oder politisch instabilen Märkten ergeben und aus der beschriebenen technischen Fehlbarkeit des CAPM resultieren.¹¹¹

Im CAPM findet dies grundsätzlich in einer Erhöhung der Renditeforderung des Kapitalgebers Einklang.¹¹² In der Praxis findet demgegenüber allerdings diese Form der Korrektur des Risikoprofils des CAPM umfassend Verbreitung.¹¹³ Insbesondere durch seine leichte Zugänglichkeit und durch hohes Interesse der Forschung wurde diese Form in seiner Anwendung prominent.

Den Thesen von Damodaran zufolge ist es nicht ausreichend, die Prämie durch Darstellung im CAPM abzubilden. Er fordert einen Zuschlag für erhöhtes Länderrisiko. Damodaran stellt in seinen Materialien nicht nur die empirisch ermittelten Daten, sondern zusätzlich auch ein Modell zur Verfügung, mit dem es Praktikern möglich sein soll, jene Risiken in ihren Bewertungen abzubilden.¹¹⁴

¹¹⁰ Vgl. dazu die Ausführungen von Prof. Damodaran, hierzu insbesondere Damodaran (1999), sowie Damodaran (2003) „Country risk and company exposure: theory and practice“

¹¹¹ Vgl. Kruschwitz / Löffler / Mandl (2011)

¹¹² Vgl. Fischer (2002), S. 71 ff.

¹¹³ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 345

¹¹⁴ Vgl. dazu die Ausführungen von Prof. Damodaran, hierzu insbesondere Damodaran (1999)

CAPM erweitert um „Country Risk Premium“:

$$E(r_i) = r_f + (r_m - r_f) * \beta_i + CRP * \lambda_i$$

mit CRP Länderrisikoprämie

λ_i Lambda-Faktor des Wertpapiers i

Abbildung 9: Damodarans CRP

Der Lambda-Faktor dient dabei als Gewichtungsfaktor der Länderrisikoprämie CRP („Country Risk Premium“) sofern das Unternehmen in mehreren Ländern aktiv ist. Das Modell von Damodaran hat in Theorie und Praxis jedoch nicht immer uneingeschränkte Zustimmung gefunden.¹¹⁵ Eine einheitliche Meinung scheint sich allerdings noch nicht herausgebildet zu haben.¹¹⁶ Eine ausführliche Darstellung dazu folgt im nächsten Abschnitt.

Im Rahmen der Neufassung des Fachgutachtens für Unternehmensbewertung der Kammer für Wirtschaftstreuhänder hat es ebenfalls eine Änderung im Zusammenhang mit einer spezifischen Länderrisikoprämie gegeben. In der neuen Version des Fachgutachtens von 2014 wurde Teilziffer 63 der Vorgängerversion „Zum allgemeinen Unternehmensrisiko gehören Unwägbarkeiten genereller Art wie nicht absehbare Entwicklungen aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens.“¹¹⁷ gänzlich gestrichen. Allerdings wird in Teilziffer 56 der Neufassung darauf hingewiesen, dass im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die Unternehmensanalyse um „Entwicklungen in politischer, rechtlicher, ökonomischer, technischer, ökologischer und sozialer Hinsicht“¹¹⁸ zu ergänzen ist.

¹¹⁵ Vgl. dazu insbesondere Kruschwitz / Löffler / Mandl (2011), Koller / Goedhart / Wessels (2010) sowie Ernst / Gleißner (2012)

¹¹⁶ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 345

¹¹⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 63

¹¹⁸ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 56

4.3 Literaturüberblick

Im Allgemeinen ist die geforderte Länderrisikoprämie gemäß der Ausführungen von Damodaran sehr umstritten. Kritisiert werden vor allem jene Abschnitte, die denen bei der Beurteilung von Risikozuschlägen für geringe Unternehmensgrößen gleichen.

Relevant für die Inhalte dieser Arbeit ist insbesondere die Kritik aus Österreich, da sich diese mit dem Thema in Bezug auf österreichische Verhältnisse beschäftigt. Für Österreich hat sich insbesondere Gerwald Mandl immer wieder mit diesem Thema und wechselnden Co-Autoren beschäftigt.

Kruschwitz, Löffler und Mandl untersuchen das Konzept der Länderrisikoprämie von Damodaran in ihrer jüngeren Ausführung von 2011.¹¹⁹ Sie führen wesentliche Faktoren an, aus denen hervorgeht, dass die Länderrisikoprämie von Damodaran zu verwerfen sei:

- Die Länderrisikoprämie ist modelltheoretisch nicht vereinbar mit dem Konzept des CAPM.
- Es fehlt an einer empirisch fundierten Begründung und damit einer wissenschaftlichen Absicherung für dieses Konzept.
- Aus den ersten beiden Punkten kann man folgern, dass der Ansatz dieser Zuschläge willkürlich erfolgt.¹²⁰

Ernst und Gleißner (2012) stellen in ihrer Arbeit unmissverständlich klar, dass laut ihnen die zusätzliche Länderrisikoprämie im CAPM keinen Platz haben kann. Damodaran hat ihnen zufolge auf unangemessene Weise versucht das CAPM um diese Modifikation zu retten, welche in weiterer Folge zu Inkonsistenzen führt und inhaltlich falsch ist.¹²¹

¹¹⁹ Vgl. Kruschwitz / Löffler / Mandl (2011)

¹²⁰ Vgl. Kruschwitz / Löffler / Mandl (2011), S. 176

¹²¹ Vgl. Ernst / Gleißner (2012), S. 1264

Das Institut deutscher Wirtschaftsprüfer hat bereits eine Stellungnahme zu diesem Thema veröffentlicht, in dem es das Wesen der Länderrisikoprämie anerkennt: „Für die Existenz solcher Länderrisiken im konkreten Bewertungsfall können Risikoprämien von Staatsanleihen (d.h. Renditeaufschläge im Vergleich zu (quasi-)sicheren Anlagen) der für das operative Geschäft relevanten Länder Ansatzpunkte geben.“¹²²

Auch das österreichische Fachgutachten erkennt die Forderungen aus der Praxis und weist in Teilziffer 65 auf diese Faktoren hinsichtlich ihrer Berücksichtigung hin.

Da der aus der Praxis kommende Wunsch nach solchen Zuschlägen weit verbreitet ist und keineswegs ignoriert werden darf, stellt es eine zukünftige Herausforderung dar, eine modelltheoretisch sichere Methode für die Länderrisikoprämie zu finden.

¹²² Siehe dazu insbesondere: IDW, Fragen und Antworten zur praktischen Anwendung des IDW Standards; Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i. d. F. 2008)

4.4 Kritische Würdigung der Komponente

Aus der derzeitigen Literatur und den Meinungen von Fachkräften geht eine klare Ablehnung gegen Zuschläge für das Länderrisiko aus. Es ist ebenfalls klar dokumentiert, dass das CAPM derzeit unvereinbar mit diesen Prämien ist. Damodaran hat „eine Fülle phantasiereicher Ideen, wie Länderrisikoprämien bestimmt werden können. Alle diese Ideen erweisen sich als problematisch, wenn man genauer hinsieht.“¹²³

Diese zusätzliche Länderrisikoprämie zielt primär darauf ab, jene Risiken abzudecken, welche sich aus der unternehmerischen Tätigkeit in insbesondere aufstrebenden oder politisch instabilen Märkten ergeben und ist somit sehr praxisnah. Allein mangelt es an der modelltheoretischen Umsetzung, die bislang bewiesenermaßen nicht funktioniert.

Ist damit also auch bewiesen, dass es keine Länderrisikoprämie geben darf? Nein, keinesfalls. Es ist lediglich klar, dass die Länderrisikoprämie in der Form in der sie derzeit präsentiert wird, für Bewertungszwecke modelltheoretisch ungeeignet ist. Es wurde deutlich gezeigt, dass das CAPM für eine solche Methodik ungeeignet ist. Da aber der praxisnahe Wunsch nach solchen Zuschlägen weit verbreitet ist, stellt es die Praxis vor neue Herausforderungen. Derzeit ist eine Länderrisikoprämie zum CAPM deutlich abzulehnen.

¹²³ Vgl. Kruschwitz / Löffler / Mandl (2011), S. 172

5 Risikozuschlag für erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit

5.1 Grundlegendes

Es ist hinsichtlich einer sachlich vollständigen Bewertung vieler Unternehmen nötig, die Faktoren einer im Vergleich zu anderen Unternehmen erhöhten Insolvenzwahrscheinlichkeit des betrachteten Unternehmens in seiner Bewertung zu berücksichtigen. Dieser Zuschlag wurde zuletzt insbesondere in der deutschsprachigen Literatur intensiv diskutiert.¹²⁴

Im Speziellen ist davon auszugehen, dass dieser Zuschlag vorzugsweise für nicht börsennotierte und vor allem kleine bis mittelständische Unternehmen relevant ist. Dies resultiert aus einer Reihe von Unterscheidungsmerkmalen zu größeren, vor allem börsennotierten Unternehmen, welche der IACVA in seinen Veröffentlichungen nennt.¹²⁵

Auch im Rahmen der Neufassung des Fachgutachtens gab es Änderungen in Bezug auf die Berücksichtigung der potenziellen Insolvenzwahrscheinlichkeit von Unternehmen, auf die an dieser Stelle hingewiesen werden soll.

¹²⁴ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 348

¹²⁵ Vgl. Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V. (2011) zur Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen - die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten

5.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation

Der zuletzt intensiver diskutierte Zuschlag für erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit von Unternehmen rührt nicht ausschließlich aus wirtschaftlich schwierigen Zeiten im vergangenen Jahrzehnt, sondern ist bereits länger ein Thema mit dem sich der Bewerter befassen muss.

Zu den Risiken des Käufers, die insbesondere den Erwerb von KMU betreffen, zählt vor allen Dingen, dass die Informationsbasis des potenziellen Investors hinsichtlich der Offenlegung finanzieller Vermögenswerte des Unternehmens eingeschränkter ist, als bei großen Unternehmen. Dies resultiert aus der in beschränkterem Maße auferlegten Publizitätspflicht und Prüfung der Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage des kleinen / mittelständischen Unternehmens.

Ebenfalls zu berücksichtigen ist die fehlende interne Kontrollinstanz, wie beispielsweise ein Aufsichtsrat oder einer festgelegten Corporate Governance, die zusätzliche Sicherheit in Bezug auf die Liquidität des Unternehmens gewährleisten. Diese Institutionen stellen eine weitere interne Kontrolle für das Unternehmen dar.

Auch hänge bei kleinen und mittelständischen Unternehmen der Erfolg stark von einer oder wenigen Personen des Unternehmens ab, wie bereits eingangs beschrieben. Diese Faktoren haben zweifelsohne in Summe signifikanten Einfluss auf die zukünftige Solvenz des Unternehmens und müssen im Rahmen einer vollständigen Bewertung Berücksichtigung finden, jedoch stellt sich im Rahmen der Unternehmensbewertung aber auch hier erneut die Frage nach der Möglichkeit einer validen quantitativen Messung dieser Faktoren. In diesem Punkt zeigt sich das Naheverhältnis aus dem Risiko für erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit und dem generell herrschenden Risiko für KMU (siehe dazu auch Kapitel 3).

Es bleibt in dieser Hinsicht ebenfalls zu klären, ob die Berücksichtigung lediglich für KMU zutreffend ist, oder für welche Bewertungsobjekte dies relevant sein

kann. Schließlich sind auch größere Unternehmen oft von Insolvenzen bedroht, wie die nachfolgenden Beispiele zeigen: Prominente Unternehmen sind aus der jüngeren Vergangenheit der Fernsehhersteller Loewe¹²⁶, die Baumarktkette Praktiker¹²⁷ oder der Bauunternehmer Alpine¹²⁸. Diese Beispiele zeigen, dass die Gefahr einer Insolvenz weder vor der Unternehmensgröße noch vor der Branche halt macht.

Der KSV 1870 stellt in seinen Statistiken zu den Unternehmensinsolvenzen von 2013 und 2014 in Aussicht, dass der derzeitige Abwärtstrend der Insolvenzen österreichweit kein Grund „zu feiern“ sei.¹²⁹ Aufgrund volkswirtschaftlicher Faktoren sollte die mögliche Gefahr einer Insolvenz nicht missachtet werden.

	2014	2013	Veränderung
Eröffnete Insolvenzen	3.275	3.266	+ 0,3%
Nicht eröffnete Insolvenzverfahren (mangels kostendeckenden Vermögens)	2.146	2.193	+ 2,1%
Gesamtinsolvenzen	5.423	5.459	- 0,7%

Tabelle 3: Eröffnete Insolvenzen in Österreich 2013/2014¹³⁰

Darüber hinaus stellt sich die Frage nach der Art der Berücksichtigung und in welcher Form die Wertermittlung stattzufinden hat.¹³¹ Mit der Frage setzten sich

¹²⁶ Vgl.

<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/mittelstand/fernsehhersteller-loewe-jetzt-in-der-insolvenz/8871296.html> (Zugriff 21.06.2014)

¹²⁷ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handeldienstleister/baumarktkette-praktiker-steht-vor-der-pleite/8480212.html> (Zugriff 21.06.2014)

¹²⁸ Vgl. Insolvenzstatistik Unternehmen und Private 2013 abrufbar auf der Homepage des KSV: <https://www.ksv.at/insolvenzstatistik-unternehmen-und-private-2013> (Zugriff: 21.06.2014)

¹²⁹ Vgl. Insolvenzstatistik Unternehmen und Private 2013 abrufbar auf der Homepage des KSV: <https://www.ksv.at/insolvenzstatistik-unternehmen-und-private-2013> (Zugriff: 21.06.2014), S. 2

¹³⁰ Vgl. <https://www.ksv.at/pressekonferenz> (Zugriff 07.02.2015)

¹³¹ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 348

jüngst Gleißner¹³², Gleißner und Knoll¹³³, Knoll und Tartler¹³⁴ und der deutsche Arbeitskreis „Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“ des IACVA e.V. auseinander, deren Ausführungen und Vorschläge dargestellt werden sollen.

Knabe¹³⁵ unterzieht das CAPM in seiner Dissertation „Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung“ einer kritischen Auseinandersetzung im Sinne der Berücksichtigung von Insolvenzrisiken. Auch seine Ansicht soll in den folgenden Abschnitten erläutert werden. Ebenfalls setzen sich Lobe und Hölzl¹³⁶ in einer Studie mit der als selbstverständlich erachteten „ewigen Lebensdauer“ von Unternehmen auseinander, welcher in einer konjunkturell schwierigen Zeit zahlreiche Unternehmensinsolvenzen gegenüberstehen. In der Studie untersuchen die Autoren die Lebensdauer von 50.000 Unternehmen weltweit und geben zugleich eine Stellungnahme an die zuvor genannten Autoren ab.

¹³² Vgl. Gleißner (2010)

¹³³ Vgl. Gleißner / Knoll (2011)

¹³⁴ Vgl. Knoll / Tartler (2011)

¹³⁵ Vgl. Knabe (2012)

¹³⁶ Vgl. Lobe / Hölzl (2011)

5.3 Literaturüberblick

Grundsätzlich muss dem Risiko der Insolvenz bei der Ermittlung des Unternehmenswertes Rechnung getragen werden. Diese theoretische Anforderung ist in der Praxis jedoch schwerer umsetzbar, als es auf den ersten Blick scheint. Allein die Berechnung einer validen Bemessung des Risikos hat im Verlauf der letzten Jahre eine Vielzahl von Fachleuten beschäftigt. Die bisher als selbstverständlich betrachtete Denkweise, dass der Unternehmensfortbestand ewig währt, ist nicht nur durch die Wirtschaftskrise des letzten Jahrzehntes veraltet. Die globale Stichprobe von Lobe und Hölzl mit mehr als 50.000 börsennotierten Unternehmen in den Jahren 1986-2008 zeigt eine durchschnittliche Insolvenzrate von 0,18 % jährlich.¹³⁷

Es wird häufig kritisiert, dass das Risiko einer Insolvenzwahrscheinlichkeit noch immer unterschätzt werde.¹³⁸ Aufgrund der Annahme der Ewigkeit der Zahlungsströme werden Unternehmen dadurch systematisch überbewertet.

Gleißner und Knoll haben daher eine ratingabhängige Bemessung des Insolvenzrisikos für KMU entwickelt, um diesem Risiko gerecht werden zu können: „Eine einfache Abschätzung der zu erwartenden Eigenkapitalkosten und Risikozuschläge in Abhängigkeit der vom Gläubiger akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit erhält man, indem man berechnet, welche erwartete Rendite das Investment in ein Aktienportfolio (Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen würde.“¹³⁹

Auch der Arbeitskreis „Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“ des IACVA ist in seinem Beitrag zur Berücksichtigung von Insolvenzrisiken der Auffassung, es sei für die Bewertung des Restwertzeitraumes notwendig, eine

¹³⁷ Vgl. Lobe / Hölzl (2011), S. 255

¹³⁸ Vgl. Gleißner (2011), S.243 ff.

¹³⁹ Vgl. Gleißner (2011), S.243 ff.

Abschätzung des erwarteten Insolvenzrisikos zu erheben. Auch hier wird eine Möglichkeit dargestellt, das Insolvenzrisiko zu quantifizieren.¹⁴⁰

Für die ewige Rente wird die um die Insolvenzwahrscheinlichkeit p justierte Formel des Standardmodells verwendet:

$$UW_0 = \frac{E[Z\ddot{U}] * (1 - p)}{k + p}$$

mit:

- UW_0 = Unternehmenswert zum Zeitpunkt t_0
- $E[Z\ddot{U}]$ = Erwartete Einzahlungsüberschüsse ohne Berücksichtigung des Insolvenzrisikos
- k = Kapitalisierungszinsfuß in %
- p = Insolvenzwahrscheinlichkeit in %

Dabei wird der Kapitalisierungszinsfuß (k) mit der Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) addiert, um jenes Risiko der Insolvenz zu berücksichtigen. Dadurch erhöht sich der Nenner dieser Formel, was eine Reduktion des Unternehmenswertes (UW_0) zur Folge hat.

Wird zusätzlich der Wachstumsparameter w in die Formel integriert (beispielsweise bei der Berechnung der ewigen Rente), so erhält man:

$$UW_0 = \frac{E[Z\ddot{U}] * (1 - p)}{k - w + p * (1 + w)}$$

Die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit (Insolvenzwahrscheinlichkeit p) lässt sich Anhand von Ratings anerkannter Institutionen, wie z.B. Standard & Poor's oder Moody's ableiten und somit im Modell verwenden.

¹⁴⁰ Vgl. IACVA (2011), S. 18 ff.

Wird beispielsweise ein Einzahlungsüberschuss in Höhe von 100 angenommen, Kapitalkosten in Höhe von 12% und das erwartete Wachstum in Höhe von 2%, dann ergibt sich ohne Justierung um die Insolvenzwahrscheinlichkeit ein Barwert von 1000. Je nach Rating kommt es im Beispiel zu Kürzungen des Restwertes um bis zu 39,5% bei der Berücksichtigung der Insolvenzwahrscheinlichkeit anhand der nachfolgenden Tabelle.

Rating	Durchschnittliche Insolvenz- wahrscheinlichkeit p.a.	Restwert	Abweichung
AAA	0,1%	992	-0,8%
AA	0,1%	992	-0,8%
A	0,2%	978	-2,2%
BBB	0,6%	939	-6,1%
BB	1,6%	945	-15,5%
B	2,9%	749	-25,1%
CCC/C	5,5%	605	-39,5%

Tabelle 4: Restwerte mit Insolvenzadjustierung¹⁴¹

Im Rahmen der Neufassung des Fachgutachtens von 2014 hat es eine Änderung der Bedeutung für die Insolvenzrisiken gegeben. So ist eine Teilziffer hinzugefügt worden, in der explizit auf die Risiken einer Insolvenzgefahr hingewiesen wird und dessen Berücksichtigung in der Unternehmensplanung gefordert wird: „Bei der Ermittlung der Erwartungswerte (der Unternehmensinsolvenz) ist zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die u.a. aus Ratings abgeleitet werden können.“¹⁴² Ebenfalls hinzugekommen ist der Hinweis, dass bei Wachstumsunternehmen auf Insolvenzrisiken zu achten ist und im Rahmen der Bewertung dieser auf Szenarioanalysen zurückgegriffen werden sollte: „Die Durchführung von Szenarioanalysen unter Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten wird empfohlen.“¹⁴³

¹⁴¹ Vgl. Beispiel und Tabelle in Anlehnung an IACVA (2011), S. 18 f.

¹⁴² Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 67

¹⁴³ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 136

5.4 Kritische Würdigung der Komponente

Über die Würdigung der Komponente des Risikozuschlages für die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens herrscht in Theorie und Praxis Einigkeit. Auch im Fachgutachten wird dieser Ansatz in der Neufassung bei der Bewertung eines Unternehmens gefordert. Den meisten dieser Konzepte mangelt es aber an einer empirischen und quantitativ validen Fundierung.

Ist der Ansatz in der Theorie mittlerweile etabliert, so stellt sich in der Praxis die Frage nach der quantitativen Bemessung der Insolvenzwahrscheinlichkeit. Die Überlegungen der Autoren Gleißner und Knoll, sowie des Arbeitskreises „Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“ des IACVA e.V. haben dahingehend bereits Pionierarbeit geleistet.¹⁴⁴

Die Ansätze und Hypothesen von Gleißner lassen sich generell empirisch nicht durch die Ergebnisse von Lobe und Hölzl stützen. Die Schlussfolgerung ist daher, dass sich die Annahme der Ewigkeit von Zahlungsströmen besser als Standardfall bei Unternehmensbewertungen eignet, als die Annahme akuter Insolvenz.¹⁴⁵ Sinnvoller wäre es aus dieser Sichtweise daher, die Annahme der begrenzten Laufzeit (abgeschwächte Form der Annahme akuter Insolvenz) weiter zu stärken, da diese positive als auch negative Eigenschaften beider Annahmen vereint.

Im Fachgutachten wird auf die tatsächliche Bemessung der Insolvenzwahrscheinlichkeit für Praktiker nur bedingt eingegangen. Es wird lediglich auf die Möglichkeit der Ableitung von Insolvenzrisiken anhand von Ratings hingewiesen.¹⁴⁶ Diese Methode entspricht dem des Arbeitskreises „Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“ des IACVA e.V., welcher sich den vorangegangenen Untersuchungen zufolge meines Erachtens nach als derzeit bestes Mittel für die Praxis erweist.

¹⁴⁴ Siehe dazu insbesondere das vorhergehende Kapitel „Literaturüberblick“

¹⁴⁵ Vgl. dazu die Ergebnisse von Lobe / Hölzl (2011)

¹⁴⁶ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 67

6 Risikozuschlag für das unsystematische Risiko

6.1 Grundlegendes

Ein weiterer Kritikpunkt im Zusammenhang mit dem CAPM bleibt nach wie vor in Form des Problems betreffend systematischen / unsystematischen Risikos bestehen, da das CAPM lediglich in der Lage ist, das systematische Risiko eines Investors korrekt abzubilden.¹⁴⁷

Man unterscheidet in der Finanzmathematik zwischen den beiden Risikoarten des systematischen und des unsystematischen Risikos. Während das systematische Risiko das vorherrschende Risiko aufgrund des Gesamtmarktes bezeichnet, repräsentiert das unsystematische Risiko das unternehmensspezifische Risiko.¹⁴⁸

Dem systematischen Risiko ist der Investor demnach ausgesetzt, sobald er am Markt agiert. Es ist auf allgemeinwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen und durch Diversifikation mehrerer Wertpapiere nicht abzuwenden.

Das unsystematische Risiko ist jenes, welches sich von Unternehmen zu Unternehmen unterscheidet. Durch vollständige Diversifikation von Wertpapieren ist es im theoretischen Modell möglich, dieses unsystematische Risiko durch ein effizientes Portfolio zu eliminieren wie im Beispiel des folgenden Abschnittes veranschaulicht.

In den folgenden Abschnitten erfolgt eine weitere Auseinandersetzung mit dem Modell des „Total Beta“ und eine ausführliche Darstellung der gegenwärtigen Situation.

¹⁴⁷ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 346

¹⁴⁸ Vgl. Zwirner (2013), S. 4

6.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation

Um die Problematik des unsystematischen Risikos greifbarer zu machen, soll folgendes Beispiel darstellen: man stelle sich einen Markt vor, in dem insbesondere zwei Unternehmen zu finden sind: ein Produzent für Sonnencreme und ein Produzent für Regenschirme. Das unsystematische Risiko spiegelt das Risiko des einzelnen Unternehmens wieder. Investiert ein Anleger oder potenzieller Käufer in das Unternehmen „Sonnencreme“ und gleichzeitig in das Unternehmen „Regenschirme“, so ist es ihm möglich, das Risiko des einzelnen Unternehmens weitgehend zu eliminieren. Dies resultiert aus den gegensätzlichen Auftragsbedingungen der beiden Unternehmen. Hingegen kann das Risiko des Marktes nicht eliminiert werden. Dem Risiko, dass es dem Gesamtmarkt schlecht geht, ist er stets ausgesetzt.

Ebenfalls deutlich kann mangelnde Diversifikation am Beispiel eines KMU-Inhabers, der häufig sein vollständiges Kapital in bloß ein Unternehmen investiert hat, aufgezeigt werden.¹⁴⁹ Er ist nicht nur im Sinne des CAPM mangelhaft diversifiziert, sondern gleichzeitig auch dem vollständigen systematischen Risiko des Unternehmens sowie dem unsystematischen Risiko des Marktes ausgesetzt.

Problematisch ist die Anwendung des CAPM also in jenen Fällen, in denen das Bewertungssubjekt nicht in der Lage ist, das unsystematische Risiko zu eliminieren. Eine vollständige Eliminierung, wie sie in der Theorie des CAPM gefordert wird, ist praktisch jedoch kaum realisierbar.¹⁵⁰ Zudem bleibt das systematische Risiko im CAPM komplett unberücksichtigt. Diese zwei Fehlerquellen bieten Spielraum für Korrekturen, um das tatsächlich erfasste Risiko zu quantifizieren.

Ein Modell zur Behebung dieser Problematik ist das „Total Beta“ Konzept von Damodaran.¹⁵¹ Ebenfalls wie für das „Country Risk Premium“ bietet Damodaran

¹⁴⁹ Vgl. Mandl / Rabel (1997), S. 21

¹⁵⁰ Vgl. Mandl / Purtscher / Baumüller (2013), S. 346

¹⁵¹ Vgl. Damodaran (2002)

auf seiner Homepage ausführliches Material in Form von empirischen Daten und Aufsätzen, welche kostenfrei abrufbar sind.¹⁵² Auch dieses Konzept ist in Theorie und Praxis intensiv diskutiert worden und bisher gibt es keine einheitliche Meinung über deren Vorteilhaftigkeit. Es soll auf den folgenden Seiten erläutert und diskutiert werden sowie auf seine Praktikabilität untersucht werden.

In den anschließenden Abschnitten erfolgt eine ausgedehntere Vertiefung mit dem Konzept des „Total Beta“ im Zusammenhang mit dem unsystematischen Risiko sowie eine ausführliche Darstellung der gegenwärtigen Situation. Ebenfalls wird die Publikation mit dem gewagten Titel „Warum Total Beta totaler Unsinn ist“ von Kruschwitz und Löffler¹⁵³ diskutiert und die Betrachtung der Autoren untersucht.

Doch dessen ungeachtet ist gerade der Faktor, dass das unsystematische Risiko in der neuen Fassung des Fachgutachtens erstmals angeführt wird, für die Betrachtung interessant.

¹⁵² Auch an dieser Stelle sei auf seine Homepage <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> hingewiesen

¹⁵³ Vgl. Kruschwitz / Löffler (2014)

6.3 Literaturüberblick

In der Portfoliotheorie kann das Risiko als Streuung der Anlagenrendite verstanden werden. Diese wird mathematisch als Standardabweichung ausgedrückt. Der Betafaktor im CAPM lässt sich ausdrücken als:

$$\beta_i = \frac{\sigma_i * \sigma_M}{\sigma_M}$$

mit:

- σ_i Standardabweichung der Aktienrendite
- σ_M Standardabweichung der Marktrendite
- β_i Betafaktor des Portfolios

Damodaran stellt das „Total Beta“ als Sonderfall im CAPM in Form des Verhältnisses der Standardabweichung der Aktienrendite (σ_i) zur Standardabweichung der Marktrendite (σ_M) dar:¹⁵⁴

$$\beta_i^{Total} = \frac{\sigma_i}{\sigma_M}$$

Diese Annahme folgt aus dem Schluss, dass bei vollständig fehlender Diversifikation der Betafaktor lediglich durch dieses Verhältnis beeinflusst wird.¹⁵⁵

Im anglo-amerikanischen Sprachraum wird dieses Konzept schon länger diskutiert und es gibt sowohl Fürsprecher als auch Widersacher dieses Ansatzes. Besonders die Autoren Butler / Pinkerton haben sich als Fürsprecher herauskristallisiert und den „Butler-Pinkerton Calculator“ entwickelt, mit dem die Berechnung des „Total Beta“ für Wertpapiere erleichtert wird.¹⁵⁶

¹⁵⁴ Vgl. Damodaran (2006), S. 57 f.

¹⁵⁵ Vgl. Kniest (2010), S. 317

¹⁵⁶ Total Cost of Equity Calculator online verfügbar unter <http://www.bvmarketdata.com/HC.BPM/CSRC.aspx> (Zugriff 08.02.2015)

Im Gegenzug dazu wurden die Stimmen von Kasper (2012) und von Helfenstein (2011) laut. Kasper kommt zu dem Schluss, dass das Modell von Butler und Pinkerton generell die moderne Portfoliotheorie verletze.

Im deutschen Sprachraum sind Balz / Bordemann¹⁵⁷ sowie Gleißner / Wolfrum¹⁵⁸ als Fürsprecher des „Total Beta“ Konzeptes aufgetreten. Kritik üben die folgenden Autoren im deutschen Sprachraum erstmals. Kruschwitz und Löffler unterziehen das „Total Beta“ Konzept in ihrer Veröffentlichung einer harschen Kritik und argumentieren, dass es trotz der Befürwortungen ein Irrweg sei, bei der Bewertung von Unternehmen auf das „Total Beta“ Konzept zurückzugreifen.¹⁵⁹ Wer statt mit dem CAPM bei der Bewertung von KMU mit dem Konzept „Total Beta“ arbeitet, nimmt laut Kruschwitz und Löffler drei fundamentale Widersprüche in Kauf, welche sie in ihrer Arbeit aufzeigen:¹⁶⁰

1. Das Konzept kann mathematisch dahingehend interpretiert werden, dass Projekte, die identische erwartete Cash Flows mit identischen Streuungen haben, identische Preise besitzen müssen.
2. Es wird davon ausgegangen, dass alle Investoren perfekt diversifiziert sind. Dies ist praktisch nie der Fall, insbesondere dann nicht, wenn es zum Rückgriff auf das „Total Beta“ Konzept kommt.
3. Die Annahme von Gleißner und Wolfrum erweist sich ihrer Meinung nach als fehlerhaft, da nicht berücksichtigt wird, dass die eine Position effizient und die andere ineffizient ist.

Betrachten wir auch im Hinblick auf das unsystematische Risiko die Neuerungen im Fachgutachten der Kammer für Wirtschaftstreuhänder, so wird das

¹⁵⁷ Vgl. Balz / Bordemann (2010): „Diversifikationsgrad der Investoren und die Ermittlung marktorientierter Eigenkapitalkosten zur Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“

¹⁵⁸ Vgl. Gleißner / Wolfrum (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß

¹⁵⁹ Vgl. Kruschwitz / Löffler (2014), S. 263

¹⁶⁰ Vgl. Kruschwitz / Löffler (2014), S. 267

unsystematische Risiko in der Neufassung von 2014 ebenfalls erstmals konkret erwähnt.

In Teilziffer 101 heißt es: „Werden die Risikozuschläge aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, spricht man von marktorientierten Risikozuschlägen bzw. Risikoprämien. Sie werden in der Regel auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermittelt. Risikoprämien nach dem CAPM enthalten nur eine Abgeltung für das systematische Risiko, weil unterstellt wird, dass das unsystematische Risiko durch vollständige Diversifikation des Investors eliminiert wird.“¹⁶¹

An dieser Stelle des Fachgutachtens erfolgt zwar der Hinweis darauf, dass dieses Problem existiere, es bleibt jedoch dem Praktiker die Entscheidung über den Umgang mit dieser Problematik überlassen. Im Fachgutachten wird keine Vorgabe zum weiteren Umgang oder zur Berechnung dieses speziellen Problems des systematischen Risikos vorgegeben oder vorgeschlagen.

¹⁶¹ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 101

6.4 Kritische Würdigung der Komponente

Das Modell des „Total Beta“ ist derzeit aufgrund konzeptioneller Schwächen eher abzulehnen. Auch wenn es einige Fürsprecher – insbesondere in den Reihen der Praktiker – gibt, so wird es aus der Theorie her weitgehend abgelehnt.

Die konzeptionellen Schwächen, die Kruschwitz und Löffler aufdecken reichen aus, um die Nutzung des Ansatzes als Konzept der Wertermittlung in Frage zu stellen. Wer diese Schwächen ignoriert, nimmt meines Erachtens logische Widersprüche bei der Unternehmensbewertung in Kauf. Diesen Ausführungen ist inhaltlich nichts weiter hinzuzufügen.

Auch das Fachgutachten legt (gerade deswegen) keinen Vorschlag fest, die Risikobemessung für die unsystematische Komponente des CAPM bei der Wertermittlung anhand des „Total Beta“ Ansatzes zu korrigieren.

Wer im Speziellen KMU bewerten will, sollte berücksichtigen, dass dieses Risiko im Zuschlag des CAPM nicht enthalten ist. Es bedarf hier aber noch an weiterer Arbeit und Entwicklung eines standhaften Konzeptes. Diese Entwicklung sollte in enger Zusammenarbeit von Praktikern und Theoretikern geschehen, um sich gegenseitig Hilfe zu leisten. Gerade im anglo-amerikanischen Raum zeigt sich, dass die betreffenden Fachleute in dieser Hinsicht mit ihren Meinungen sehr weit auseinander liegen und dies, obwohl es sich um höchst praxisnahe Problemfälle handelt.

7 Zuschlag für erschwerte Mobilität

7.1 Grundlegendes

Eine weitere Komponente des Risikozuschlages kann die Erfassung eines Zuschlages aufgrund mangelnder Fungibilität (Mobilitätsrisiko) sein.

Unter Fungibilität versteht sich die Umwandlungsfähigkeit eines Anlagegutes (wie z.B. die des Unternehmens aus Sicht eines potenziellen Investors) in eine alternative Anlageform. Eine alternative Anlageform kann ebenfalls die Liquidation des Anlagegutes bedeuten. Es ist leicht nachvollziehbar, dass dementsprechend Wertpapiere eines an der Börse gehandelten Konzerns eine höhere Fungibilität aufweisen als Unternehmensanteile eines Familienbetriebes. Die Problematik des Mobilitätszuschlages taucht also hiernach primär im Rahmen von KMU auf.

Im Rahmen der folgenden Abschnitte sollen verschiedene Aufsätze und Meinungen zur Berechtigung dieser Zuschläge ausführlich behandelt werden. Aufgrund der intensiven Diskussionen in Theorie und Praxis gibt es eine Fülle von Konzepten zur Ermittlung dieser Zuschläge. Auch im Rahmen dieser Problemstellung folgt eine ausführliche Stellungnahme in Bezug auf die mögliche Anwendung im Sinne des Fachgutachtens in der neuen Version von 2014.

7.2 Darstellung der gegenwärtigen Situation

Es stellt sich die Frage, ob die Problematik Einklang in den ermittelten Wert des Unternehmens finden soll. Dazu folgendes Beispiel: man unterscheide zwischen zwei verschiedenen Bewertungssubjekten. Anleger A, der über den Zeitpunkt der Veräußerung seines Unternehmensanteiles im Ungewissen ist und prinzipiell beabsichtigt seine finanziellen Mittel langfristig anzulegen. Für diese Person spielt die geringe Fungibilität des Unternehmens keine ausschlaggebende Rolle. Es ist allerdings denkbar, dass in Zukunft Umstände eintreten, die einen raschen Verkauf der Unternehmensanteile zwingend erfordern. Gleichermäßen ist aber auch denkbar, dass sich ein Anleger B im Gegensatz zur ersten Person dafür entscheidet, seine finanziellen Mittel nur kurzfristig anzulegen. Es besteht nun insbesondere für B das Risiko, seine gehaltenen Unternehmensanteile nicht liquidieren zu können.¹⁶²

Dieses Gedankenexperiment spricht grundsätzlich für die Erfassung von Zuschlägen für erschwerte Fungibilität im Rahmen subjektiver Bewertungen.

Sofern die Frage nach der Erfassung der Zuschläge für geringe Fungibilität bejaht wird, ist überdies zu klären, in welcher Form die Quantifizierung dieses Risikos zu geschehen hat. Dies ist besonders schwierig vor dem Hintergrund, dass sich die Liquiditätsfähigkeit eines Unternehmens oft nicht (und wenn, dann nicht zuverlässig) bestimmen lässt.¹⁶³ In der Literatur gibt es einige Fürsprecher für die Erfassung dieser Zuschläge, jedoch ist die Berücksichtigung nicht gänzlich unumstritten.¹⁶⁴ Im Rahmen objektivierter Wertermittlung ist die Frage nach der Berechtigung solcher Zuschläge besonders angebracht.

Im Rahmen der nachfolgenden Abschnitte sollen diverse Aufsätze und Meinungen zur Berechtigung dieser Zuschläge ausführlich behandelt werden.

¹⁶² Vgl. das Beispiel aus Mandl / Rabl (1997), S. 216

¹⁶³ Vgl. Zwirner (2013), S. 9

¹⁶⁴ Zwirner (2013) nennt viele Fürsprecher des Konzeptes, Barthel (2003) allerdings einige Gegenstimmen

7.3 Literaturüberblick

Unter den Befürwortern eines Zuschlages für mangelnde Mobilität finden sich auf Seiten der Theoretiker prominente Namen wie beispielsweise Ballwieser¹⁶⁵ oder Metz¹⁶⁶. Doch auch bereits Moxter¹⁶⁷ oder auch Piltz¹⁶⁸. Sie diskutierten früh die Idee für einen Zuschlag für mangelnde Fungibilität. Auch hier scheint man sich über die theoretische Sinnhaftigkeit eines solchen Zuschlages einig zu sein. Ebenfalls spricht sich Jonas¹⁶⁹ für einen solchen Zuschlag in angemessenen Fällen aus.

In der Literatur ist der Zuschlag jedoch nicht völlig unumstritten. Einige Autoren bezweifeln die Berechtigung eines solchen Zuschlages oder geben den Hinweis auf Anpassung.¹⁷⁰

Ein Zuschlag für erschwerte Veräußerbarkeit von Unternehmen und Unternehmensanteilen wird nach dem österreichischen Fachgutachten in der Fassung von 2006 noch kategorisch abgewiesen, sofern nicht von einer beabsichtigt begrenzten Behaltedauer der Unternehmensanteile auszugehen ist.¹⁷¹

In der Neufassung des Fachgutachtens von 2014 wurde dem Abschnitt „Mobilität“ eine eigene Teilziffer gewidmet. So heißt es in Teilziffer 102 des Fachgutachtens von 2014: „Ein allfälliges Risiko aus einer vergleichsweise geringeren Mobilität der Veranlagung in das zu bewertende Unternehmen ist nur dann zu berücksichtigen, wenn von einer begrenzten Behaltedauer auszugehen ist.“ In dieser Hinsicht hat sich die vorgegebene Lage nicht verändert.

¹⁶⁵ Vgl. Ballwieser (2011), S. 105 ff.

¹⁶⁶ Vgl. Metz (2007), S. 118 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Moxter (1983), S. 165 f.

¹⁶⁸ Vgl. Piltz (1994), S. 177

¹⁶⁹ Vgl. Jonas (2011), S. 308

¹⁷⁰ Vgl. Barthel (2003), S. 1182

¹⁷¹ Vgl. KFS/BW1 (2006), Tz. 62, siehe hierzu auch Bachl (2011), S. 44

Im Rahmen des deutschen Fachgutachten IDW S 1 werden nach dem Fragen & Antwort-Katalog des IDW zur praktischen Anwendung des IDW S 1 Liquiditätszuschläge im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen bisher abgelehnt, da sie keinen Einfluss auf objektivierte Werte des Unternehmens haben.¹⁷²

In der anglo-amerikanischen Praxis hingegen ist die Berücksichtigung eines „lack of marketability discount“ grundsätzlich üblich¹⁷³ und kann bis zu einem Wertabschlag von 50% führen.¹⁷⁴

Wie auch bei den vorher diskutierten Zuschlägen für erhöhtes Risiko, ist auch im Rahmen des Zuschlages für mangelnde Fungibilität die Frage nach der Bemessung zu stellen. Allerdings hat sich in der Praxis bis heute kein allgemein gültiges Modell durchgesetzt.¹⁷⁵ Auch das Fachgutachten 2014 schweigt zur konkreten Methodenwahl.

¹⁷² Vgl. Zwirner (2013), S. 1806

¹⁷³ Vgl. Bachl (2011), S. 44

¹⁷⁴ Vgl. Barthel (2003), S. 1181

¹⁷⁵ Vgl. Zwirner (2013), S. 1806

7.4 Kritische Würdigung der Komponente

Es ist festzuhalten, dass derzeit kein allgemein anerkanntes theoretisches Konzept existiert, mit dem das Risiko mangelnder Liquidität der Anlage quantifiziert wird. Es existieren jedoch viele Ideen möglicher Ansätze zur Quantifizierung sowie die Erfordernis des Zuschlages.

Die Unternehmensbewertung befindet sich bezogen auf die Bewertung von solchen Besonderheiten wie der Liquidität einer Anlage in einem Dilemma¹⁷⁶: Auf der einen Seite muss der Halteabsicht des Investors bei der Bewertung Rechnung getragen werden, andererseits sollte aus nachvollziehbaren Gründen (zumindest derzeit noch) am Modell des CAPM festgehalten werden, um eine möglichst vergleichbare Bewertung sicherstellen zu können. Schließlich ist es gerade bei einer objektivierten Bewertung erforderlich, die Bewertung möglichst transparent und weniger willkürlich (oder „nach Augenmaß“) zu gestalten.

Auch das Fachgutachten in seiner Neufassung schweigt zur Wahl des konkreten Modells. Dies mag zum einen an der mangelnden Durchsetzung eines theoretischen Konzeptes liegen und zum anderen an der bisherigen Unsicherheit des Zuschlages selbst. In dieser Hinsicht bleibt noch viel Spielraum für Theorie und Praxis hinsichtlich der Sichtung eines allgemeingültigen Konzeptes. Bis dahin öffnet sich an dieser Stelle ein großer Spielraum für den Bewerter, der insbesondere bei subjektiven Bewertungen ausgenützt werden kann. Gerade aber für die Vergleichbarkeit bei objektivierten Unternehmenswerten besteht die Erfordernis eines geeigneten Konzeptes.

¹⁷⁶ Vgl. Zwirner (2013), S. 1807

8. Zusammenfassung und Fazit

Im Verlauf dieser Arbeit wurde gezeigt, welche konzeptionellen Fehler und Schwächen das „Capital Asset Pricing Model“ haben kann, wenn es um die Überleitung von der finanzmathematischen Theorie zur Realität der Unternehmensbewertung kommt. Es sind darüber hinaus einige Ansätze für Korrekturen der durch das „Capital Asset Pricing Model“ ermittelten Risikoprämie besprochen und in Bezug auf ihre Praktikabilität diskutiert worden.

Ein Großteil der Ansätze für zusätzliche Risikofaktoren betrifft kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Es zeigt sich, dass bei der Bewertung von KMU offensichtlich andere Faktoren zu beachten sind, als bei der Bewertung eines größeren Unternehmens. Die Würdigung des Größeneffektes und der damit verbundenen Prämie für die Unternehmensgröße ist in der Wissenschaft seit geraumer Zeit umstritten und wird seit Jahrzehnten teilweise belegt oder abgelehnt. In Bezug auf einen pauschalen Zuschlag (der nicht nur aus Gründen der „Pauschalierung“ her schon abzulehnen ist) für geringe Unternehmensgröße gibt es keine wissenschaftlich einheitliche Meinung. Daher ist dieser Zuschlag derzeit abgesehen von den genannten Unternehmensbesonderheiten – wie etwa dem Unternehmerlohn – aus dem Fachgutachten meines Erachtens nach abzulehnen.

Das zusätzliche Länderrisiko zielt primär darauf ab jene Risiken abzudecken, welche sich aus der unternehmerischen Tätigkeit in insbesondere aufstrebenden oder politisch instabilen Märkten ergeben und ist somit in Zeiten der Globalisierung sehr aktuell und klar nachvollziehbar. Es mangelt allerdings noch an einem geeigneten Konzept, welches mit dem „Capital Asset Pricing Model“ in Einklang zu bringen ist.

Über die Würdigung der Komponente eines Risikozuschlages für die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens herrscht in Theorie und Praxis Einigkeit. Auch im Fachgutachten wird dieser Ansatz in der Neufassung bei der

Bewertung eines Unternehmens gefordert. Es wird im Fachgutachten auf die Möglichkeit der Ableitung von Insolvenzrisiken anhand von Ratings hingewiesen.¹⁷⁷ Dieser Ansatz entspricht dem des Arbeitskreises „Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen“ des IACVA e.V., welcher sich den vorangegangenen Untersuchungen zufolge als bestes Mittel erweist.

Das Modell des „Total Beta“ und der daraus resultierende Zuschlag für das unsystematische Risiko ist derzeit aufgrund konzeptioneller Schwächen abzulehnen. Auch wenn es einige Fürsprecher – insbesondere in den Reihen der Praktiker – gibt, so wird es aus Reihen der Theoretiker her abgelehnt. Die konzeptionellen Schwächen, die insbesondere Kruschwitz und Löffler aufdecken, reichen aus, um die Nutzung des Ansatzes als Konzept der Wertermittlung in Frage zu stellen. Diese konzeptionellen Schwächen sollte der Bewerter nicht billigend in Kauf nehmen.

In Bezug auf das allfällige Risiko für erschwerte Mobilität der Anlage bleibt festzuhalten, dass derzeit kein allgemein anerkanntes theoretisches Konzept existiert, mit dem das Risiko mangelnder Liquidität der Anlage quantifiziert wird. Auch das Fachgutachten in seiner Neufassung schweigt zur Wahl des konkreten Modelles, weshalb dieser Zuschlag derzeit auch nicht zu befürworten ist.

Seitens der Literatur und auch unter Praktikern wurden die genannten Konzepte von Zuschlägen zum Kapitalisierungszinssatz sowie teils auch andere Lösungen diskutiert. Den meisten dieser Konzepte fehlt es allerdings an empirischer Fundierung oder eines geeigneten Konzeptes zur Bewertung, weswegen die Umsetzung der meisten Konzepte derzeit in Bezug auf das Fachgutachten und auf deren Praktikabilität abzulehnen ist.

Nichtsdestotrotz beruhen die Forderungen auf Problemen aus der Praxis und sind leicht nachvollziehbar. Es besteht bei der Betrachtung der Menge aller in

¹⁷⁷ Vgl. KFS/BW1 (2014), Tz. 67

Frage kommenden Zuschläge jedoch die Gefahr, dass nach Anwendung dieser vielen verschiedenen Zuschläge kein Wert des Unternehmens übrig bleibt.

Ballwieser zeigte in diesem Zusammenhang ein Beispiel, bei dem der Abschlag vom ermittelten Unternehmenswert rund 77% ausmachte und gibt zu denken:

„Es wäre schön, wenn sich die Kompetenz des Bewerter bei der Schätzung der Erwartungswerte des „Herausholbaren“ zeigen würde, statt auf Scheinbegründungen für Risikozuschläge gegenüber dem CAPM zu vertrauen.“¹⁷⁸

¹⁷⁸ Wolfgang Ballwieser: Vortrag im Rahmen des 66. deutschen Betriebswirtschaftler-Tag Düsseldorf am 26. September 2012: “Risikoprämien bei der Unternehmensbewertung ohne Ende?”

Literaturverzeichnis

- *Al-Rjoub, Samer / Varela, Oscar / Hasan, Kabir (2005), The size effect reversal in the USA, in: Applied Financial Economics, Volume 15, Issue 17, 2005, S. 1189-1197*
- *Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V. (2011): Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen - die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, in: Finanz Betrieb, Beilage Bewertungspraktiker, 1/2011, S. 12 - 22*
- *Aschauer, Ewald / Purtscher, Victor (2011): Einführung in die Unternehmensbewertung, Wien 2011*
- *Aussenegg, Wolfgang / Grünbichler, Andreas (1999): Der Size-Effekt Am österreichischen Aktienmarkt, in: Schmalenbachs Zeitschrift Für Betriebswirtschaftliche Forschung, S. 636-661*
- *Bachl, Robert (2010): Freiräume und Grenzen des gutachterlichen Ermessens in der Unternehmensbewertung – Eine Bestandsaufnahme auf Basis des Fachgutachtens KFS/BW1, in: Unternehmensbewertung: Theoretische Grundlagen – Praktische Anwendung, hrsg. von Königsmaier, Heinz / Rabel, Klaus, Wien 2010, S. 27 - 46*
- *Bachl, Robert (2011): Einführung in die Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Wien 2011*
- *Baetge, Jörg et al. (2010): On the Myth of Size Premiums in Corporate Valuation: Some Empirical Evidence from the German Stock Market, in: Journal of Applied Research in Accounting and Finance (JARAF), Vol. 5, No. 1, S. 2 – 15*
- *Baetge, Jörg / Schulz, Roland / Klönne, Henner (2010): Size-Prämien in der österreichischen Unternehmensbewertung, in: „Unternehmensbewertung : theoretische Grundlagen- praktische Anwendung“, Festschrift für Gerwald Mandl zum 70. Geburtstag, Hrsg.: Königsmaier / Rabel, Wien 2010*
- *Ballwieser, Wolfgang (2011): Unternehmensbewertung Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart 2011*

- *Banz, Rolf* (1981): The relation between return and market value of common stocks, in: *Journal of Financial Economics*, Nr. 9, S. 3-18
- *Barthel, Carl* (2003): Unternehmenswert: Berücksichtigungsfähigkeit und Ableitung von Fungibilitätszuschlägen, in: *Der Betrieb* vom 30.05.2003, Heft 22, S. 1181 - 1186
- *Behringer, Stefan* (2004): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, Hamburg 2004
- *Born, Karl* (2003): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Leverkusen 2003
- *Brösel, Gerrit* (2003): Objektiv geht es nur um subjektive Unternehmenswerte, in: *Unternehmensbewertung & Management : UM, Bewertungspraxis der Berater und Unternehmen, Deutschland 2003*, S. 130 – 134
- *Bücker, Rüdiger* (2003): Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, Oldenbourg Wissenschaftsverlag, Deutschland 2003
- *Crain, Michael A.* (2011): A Literature Review of the Size Effect, Manchester 2011
- *Damodaran, Aswath* (2006): Damodaran on valuation, New York 2006
- *Damodaran, Aswath* (2013): Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2013 Edition, New York 2013
- *Drukarczyk, Jochen / Ernst, Dietmar* (2010): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München 2010
- *Drukarczyk, Jochen / Schüler, Andreas* (2009): Unternehmensbewertung, München 2009
- *Egger, Anton* (2010): Kritische Literaturmeinungen zum Fachgutachten KFS/BW1 zur Unternehmensbewertung, in: *Unternehmensbewertung: Theoretische Grundlagen – Praktische Anwendung*, hrsg. von *Königsmayer, Heinz / Rabel, Klaus*, Wien 2010, S. 167 - 184
- *Ernst, Dietmar / Gleißner, Werner* (2012): Damodarans Länderrisikoprämie - Eine Ergänzung zur Kritik von Kruschwitz/Löffler/Mandl aus realwissenschaftlicher Perspektive, in: *Die Wirtschaftsprüfung (WPg)*, Nr. 23/2012, S. 1252 - 1264

- *Ernst, Dietmar et al. (2012): Internationale Unternehmensbewertung, Nürtingen-Geislingen 2012*
- *Essler, Wolfgang / Dodel, Kerstin (2008): Berücksichtigung des Size-Effekts bei der Ermittlung von Kapitalkosten, in: Finanz Betrieb, 10. Jg. 2008, Beilage Bewertungspraktiker, 3/2008, S. 2 - 22*
- *Fachgutachten IDW S1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2008)*
- *Fachgutachten KFS / BW1 (2006) des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung*
- *Fachgutachten KFS / BW1 (2014) des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung*
- *Fama, Eugene F. / French, Kenneth R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, in: Journal of Financial Economics, Vol. 33, Heft 1, S. 3 – 56*
- *Fischer-Winkelmann, Wolf F. / Kramer, Alexander (2010): KFS/BW1: Quo vadis?, in: Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2010, hrsg. von Seicht, Gerhard, Wien 2010, S. 27 - 48*
- *Fischer, Edwin O. (2002): Finanzwirtschaft für Fortgeschrittene, Graz 2002*
- *Fischer, Edwin O. (2005): Finanzwirtschaft für Anfänger, Graz 2005*
- *Gleißner, Werner (2010): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), Nr.14/2010, S. 735 - 743*
- *Gleißner, Werner / Ihlau, Susann (2012): Die Berücksichtigung von Risiken von nicht börsennotierten Unternehmen und KMU im Kontext der Unternehmensbewertung, in: Corporate Finance, Heft 6/2012, S. 312 - 318*
- *Gleißner, Werner / Wolfrum, Marco (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von*

Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: *Finanz Betrieb*, 10. Jg. 2008, Beilage *Bewertungspraktiker*, 9/2008, S. 602 - 614

- *Hachmeister, Dirk / Ruthhard, Frederik / Lampenius, Niklas* (2011): Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung – Berücksichtigung des Risikos, Risikozuschlags und persönlicher Steuern, in: *Die Wirtschaftsprüfung (WPg)*, Nr. 17/2011, S. 829 – 839
- *Horowitz, Joel / Loughran, Tim / Savin, Gene* (2000): The disappearing size effect, in: *Research in Economics*, Nr. 54, S. 83–100
- *Ihlau, Susann / Duscha, Hendrik / Gödecke, Steffen* (2013): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU: Planungsplausibilisierung, Steuern, Kapitalisierung, Deutschland 2013
- *Institut der Wirtschaftsprüfer* (2008): *Wirtschaftsprüfer Handbuch*, Band 2, 13. Auflage, Düsseldorf 2008
- *Jonas, Martin* (2011): Die Bewertung mittelständischer Unternehmens – Vereinfachungen und Abweichungen, in: *Die Wirtschaftsprüfung (WPg)*, Nr. 7/2011, S. 299 - 309
- *Kaefer, Lutz* (2007): *Unternehmensbewertung in kleinen und mittleren Unternehmen*, Koblenz 2007
- *Kasper, Larry* (2012): Portfolio theory and total beta – a fairytale of two betas, *The Value Examiner*, (January/February), S. 26–37
- *Knabe, Matthias* (2012): *Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung*, Düsseldorf 2012
- *Kniest, Wolfgang* (2010): Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen, in: *Unternehmensbewertung: Theoretische Grundlagen – Praktische Anwendung*, hrsg. von *Königsmayer, Heinz / Rabel, Klaus*, Wien 2010, S. 303 - 324
- *Knoll, Leonhard / Tartler, Thomas* (2011): Alles hat ein Ende – Anmerkungen zu einer mehrstufigen Diskussion, in: *Corporate Finance*, Nr. 7/2011, S. 409 - 413
- *Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas* (2014): Warum Total Beta totaler Unsinn ist, in: *Corporate Finance*, Nr. 6/2014, S.263-267

- *Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Essler, Wolfgang (2009): Unternehmensbewertung für die Praxis: Fragen und Antworten, Berlin 2009*
- *Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Lorenz, Daniela (2011): Bemerkungen zu Kapitalkostendefinitionen: Zugleich eine Kritik an Meitner/Streitferdt, arqus-Working Paper 123/2011*
- *Kruschwitz, Lutz / Löffler, Andreas / Mandl, Gerwald (2011): Damodarans country risk premiums – und was davon zu halten ist, in: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), Nr. 4/2011, S. 167 - 176*
- *Kuhner, Christoph / Maltry, Helmut (2006): Unternehmensbewertung, Springer Verlag, Köln 2006*
- *Lobe, Sebastian / Hölzl, Alexander (2011): Ewigkeit, Insolvenz und Unternehmensbewertung: Globale Evidenz, in: Corporate Finance, Nr. 4/2011, S. 252 - 257*
- *Lorson, Peter / Horn, Christian / Schünemann, Anika (2012): Berücksichtigung der Fungibilität bei Unternehmensbewertungen nach IDW S 1, in: DStR - Deutsches Steuerrecht, 50. Jg., Heft 32/2012, S. 1621 - 1627*
- *Mandl, Gerwald (2013): Anpassung der auf Basis des CAPM ermittelten Risikozuschläge nach KFS/BW 1, in: Rechnungswesen Wirtschaftsprüfung Steuern - Festschrift zum 60. Geburtstag von Univ.-Prof. Dr. Romuald Bertl, hrsg. von Eberhartinger, Eva / Fraberger, Friedrich / Hirschler, Klaus, Wien 2013, S. 173 - 186*
- *Mandl, Gerwald / Purtscher, Victor / Baumüller, Josef (2013): Zwischenstand zur Überarbeitung des Fachgutachtens KFS/BW1, in: Wirtschaftsprüfer-Jahrbuch, S. 315 - 364*
- *Mandl, Gerwald / Rabel, Klaus (2002): Unternehmensbewertung - eine praxisorientierte Einführung, Wien 2002*
- *Matschke, Manfred Jürgen / Brösel, Gerrit (2006): Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze, Greifswald 2006*
- *Meitner, Matthias / Streitferdt, Felix (2011): Unternehmensbewertung - Verändertes Bewertungsumfeld, Krisenunternehmen, unsichere*

zukünftige Inflationsentwicklung, Wertbeitragsrechnung, innovative Lösungsansätze, München 2011

- *Metz* (2007): Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung
- *Moxter* (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung
- *Nadvornik, Wolfgang / Sylle, Fabian* (2012): Eine empirische Untersuchung zur Anwendungshäufigkeit der Unternehmensbewertungsverfahren in Österreich, in: Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen (RWZ), Nr. 5/2012
- *Peemöller, Volker* (2012): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung: Grundlagen und Methoden. Bewertungsverfahren. Besonderheiten bei der Bewertung, 5. Auflage, NWB Verlag GmbH & Co KG, Deutschland 2012
- *Piltz* (1994): Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl.
- *Pratt, Shannon / Grabowsk, Roger* (2010): Cost of Capital: Applications and Examples, USA 2010
- *Purtscher, Victor* (2006): Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, in: Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen (RWZ), Nr. 32/2006, S. 108 - 113
- *Schacht, Ulrich / Fackler, Matthias* (2005): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2005
- *Schultze, Wolfgang* (2003): Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, Düsseldorf 2003
- *Schulz, Roland* (2009): Größenabhängige Risikoanpassung in der Unternehmensbewertung, Münster 2009
- *Schulz, Roland et al.* (2010): On the Myth of Size Premiums in Corporate Valuation: Some Empirical Evidence from the German Stock Market (August 9, 2010). Journal of Applied Research in Accounting and Finance (JARAF), Vol. 5, No. 1, pp. 2-15, 2010.
- *Stehle, Richard* (1997): Der Size-Effekt am deutschen Aktienmarkt, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Vol. 3, S. 237-260

- *Van Dijk*, Mathijs (2011): Is size dead? A review of the size effect in equity returns, in: Journal of Banking and Finance, Volume 35, Issue 12, S. 3263 – 3274
- *von Helfenstein*, Sarah B. (2011): Resolving total beta, The Value Examiner, (July/August), 23–32
- *Zwirner*, Christian (2013): Kritische Bestandsaufnahme und Grenzen des IDW S 1 sowie Notwendigkeit einer Skalierung, in: Der Betrieb vom 16.08.2013, Heft 33, S. 1797 - 1802

Anhang: Zusammenfassung

Das Fach der Unternehmensbewertung und sein reizvolles Thema sind in der Betriebswirtschaftslehre mittlerweile etabliert als eine themenübergreifende Fachrichtung, in der eine Menge an verschiedenen betriebswirtschaftlichen Disziplinen ihren Einklang finden. Die Bewertung eines Unternehmens als solches bietet ob ihres Ausmaßes eine Fülle an Spielraum für reichliche Diskussionen und Methoden. So auch im Bereich des Kapitalisierungszinsfußes. Die hier angewandten Praktiken sind nicht immer zur Gänze unumstritten und daher diskussionswürdig.

Der Kapitalisierungszinsfuß als solches, bestehend aus Basiszinsfuß und Risikozuschlag, deckt häufig nicht alle dem Unternehmen individuell zurechenbaren Risiken ab und kann folglich zu einem unrichtig positiven Ergebnis der Bewertung führen. Dies führt in der betriebswirtschaftlichen Forschung und Praxis zu intensiv geführten Auseinandersetzungen über die Sinnhaftigkeit und Erfordernisse solcher Aufschläge.

In dieser Arbeit wird anhand des aktuellen Fachgutachtens der Kammer der Wirtschaftstreuhänder untersucht, ob und in wie fern diverse individuelle Risikozuschläge zum Kapitalisierungszinssatz im Bezug auf die Fachgutachten geeignet sein können, oder ob es darüber hinaus erforderlich ist weitere Zuschläge im Sinne einer sorgfältigen Bewertung zu addieren. Nach einer grundsätzlich erforderlichen Einführung in die Unternehmensbewertung und Erläuterung der Wirkung des Kapitalisierungszinses, sollen jene möglichen Risikozuschläge einer kritischen Diskussion unterworfen werden, um abschließend mit einer Zusammenfassung eine Empfehlung an die mögliche Einbringung in künftige Fachgutachten geben zu können.

Anhang: Lebenslauf

Persönliche Daten

Name: Sebastian Albert Finzel, Bakk.
E-Mail: a0826767@unet.univie.ac.at

Berufliche Laufbahn

02/2014 – heute Kaufmännischer Angestellter, Operative Controlling,
TMS - Turnkey Manufacturing Solutions, Linz

Ausbildung

10/2012 – heute Masterstudium der Internationalen
Betriebswirtschaftslehre, Universität Wien

03/2009 – 07/2012 Bakkalaureatsstudium der Betriebswirtschaftslehre,
Universität Wien

08/1999 - 07/2007 Immanuel-Kant Gymnasium in Münster mit
Abschluss der allgemeinen Hochschulreife

08/1997 - 07/1999 Gymnasium Letmathe der Stadt Iserlohn

Sonstige Fähigkeiten und Interessen

03/2011 – 09/2013 Studienrichtungsvertreter für Betriebswirtschaft der
österreichischen Hochschülerschaft an der
Universität Wien

Sprachen

Muttersprache: Deutsch
Fließend: Englisch
Gute Kenntnisse: Italienisch, Französisch

EDV Kenntnisse Microsoft Excel, Word, Outlook (Visual Basic
Programmierung von Makros)
SAP FI/CO
IBM Cognos Business Intelligence

Führerschein Klasse B