

Zur besonderen Problematik der Ermittlung von Unternehmenswerten kleiner und mittlerer Unternehmen im Todesfall des Unternehmers

1. Vorbemerkungen

Häufige Anlässe für Unternehmensbewertungen sind die Veräußerung von Unternehmen bzw Unternehmensanteilen, Umgründungen, der Tod von Unternehmern und Sanierungen. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit der Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), thematisch weiter eingegrenzt auf die Unternehmensbewertung im Todesfall des Unternehmers.

Soweit wir die Praxis der Unternehmensbewertung kennen, sind KMU-Bewertungen relativ häufig zu erstellen, schließlich handelt es sich bei der Mehrzahl der Betriebe um KMU. Anzuführen ist noch die KMU-Definition; quasi als Legaldefinition gilt jene der EU (siehe Abbildung 1).

Für österreichische Verhältnisse ist diese Definition etwas weit gefasst, doch gibt es keine verbindliche österreichische KMU-Definition und aus pragmatischer Sicht würde es wenig Sinn machen, hier eine weitere Definition anzuführen.

Angemerkt sei noch, dass wir in diesem Beitrag die Begriffe „Unternehmen“ und „Betrieb“ synonym verwenden; bei KMU sei diese vereinfachende Annahme erlaubt. Die „Firma“ ist der rechtliche Rahmen des Unternehmens. Aus Gründen der leichteren Lesbarkeit sind alle Begriffe bzw Formulierungen (wie zB „Unternehmer“, „Kunde“, „Käufer“, „Anteilseigner“) im gegenständlichen Artikel geschlechtsneutral zu verstehen.

2. Die Problematik

Was ist nun das Besondere dieser Schnittmenge zwischen KMU und Todesfall?

KMU sind in den meisten Fällen inhabergeführt; der Erfolg des Betriebs hängt sehr stark vom Unternehmer selbst ab. Dieser nimmt weitestgehend die Geschäftsführung wahr und ist meist auch alleiniger Eigentümer. Weitere wichtige Merkmale von KMU sind ein einfaches Rechnungswesen und eine meist unzureichende Trennung von Betriebs- und Privatvermögen, wobei die häufig anzutreffende Einnahmen-Ausgaben-Rechnung dieses Problem noch verschärft. Die Okularkontrolle (*Schmalenbach*) des Unternehmers dominiert. Unter anderem auch aus diesen Gründen sind Bewertungen sehr schwierig.

Stirbt der Unternehmer eines solchen inhabergeführten Betriebs, wird das Fortführen des Betriebs (*going concern*) häufig zum Problem. Das *Going-concern*-Prinzip ist aber ein ganz wesentliches Kriterium der Buchhaltung und der Bewertung. Die entscheidende betriebswirtschaftliche Frage im Todesfalle des Unternehmers ist somit jene, ob der Betrieb überhaupt und – wenn ja – wie er weitergeführt werden kann.

Von den rechtlichen Rahmenbedingungen her ist die Weiterführung in fast allen Fällen möglich. Das Fortbetriebsrecht, die Möglichkeit, einen gewerberechtigten Geschäftsführer anzustellen, Kanzleikuratoren und ähnliche Konstrukte erlauben in fast allen Fällen die Weiterführung des Betriebs. Deszendentenfortbetriebe, häufig in der Form des Witwen-Deszendentenbetriebs, sind weitgehend bekannt.

Von der ökonomischen Situation her stellt der Tod des Unternehmers aber praktisch immer eine wesentliche Zäsur dar. In Österreich werden Unternehmen sehr stark von Banken finanziert; diese stellen – aus verständlichen Gründen – beim Tod des Unternehmers in fast allen Fällen auf eine restriktive Finanzierung um: Es werden keine neuen Kredite vergeben; manchmal werden Kredite fällig gestellt;

	Mitarbeiter	Umsatz	Bilanzsumme	Eigenständigkeit
Kleinstunternehmen	bis 9	≤ € 2 Mio	≤ 2 Mio Euro	im Allgemeinen Kapitalanteile oder Stimmrechte im Fremdbesitz < 25 %
Kleinunternehmen	bis 49	≤ € 10 Mio	≤ 10 Mio Euro	
Mittlere Unternehmen	bis 249	≤ € 50 Mio	≤ € 43 Mio	

Abbildung 1: Quelle: Empfehlung der Kommission vom 6. 5. 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen, ABI L 124 vom 20. 5. 2003, S 36

in vielen Fällen warten Banken bei der Kreditgewährung ab, bis das Verlassenschaftsverfahren abgewickelt ist. Nachdem in Österreich Verlassenschaftsverfahren sehr gründlich und gewissenhaft abgewickelt werden, können diese relativ lange dauern, insbesondere dann, wenn divergierende Interessen und Animositäten zwischen Erben gegeben sind, was schließlich bei Verlassenschaften keine Seltenheit ist.

Hinzu kommen Wissens-, Daten- und Buchhaltungsprobleme. Häufig hatte nur der Unternehmer (man stelle sich zB einen Elektroinstallateurbetrieb mit drei Mitarbeitern vor) die relevanten Kontakte zu Kunden und Lieferanten. Er verhandelt mit diesen; nur er hat häufig das erforderliche fundierte technische und betriebswirtschaftliche Wissen im Betrieb. So zeigt die Praxis, dass bei kleinen Betrieben im Todesfalle des Unternehmers sich oft kaum jemand im Betrieb auskennt.

Bei Ein-Personen-Unternehmen (EPU) ist die Weiterführung der Firma überhaupt weitgehend ausgeschlossen, was nicht besonders begründet werden muss. Zur Relevanz dieser Gruppe sei angemerkt, dass es rund 350.000 aktive Mitglieder der Wirtschaftskammer Österreich ohne Fremdbeschäftigte gibt; dies ist ein EPU-Anteil von rund 60 % an den gesamten aktiven Wirtschaftskammermitgliedern.¹

Das Kapitel zusammenfassend ist somit festzuhalten, dass der Tod eines aktiven Unternehmers in allen Fällen ein ganz wesentlicher Einflussfaktor bei der Bewertung eines entsprechenden Unternehmens ist. Die Ertragskraft kann häufig nicht bzw nur partiell übertragen werden. Selbst bei der Weiterführung des Betriebs ist die weitere Entwicklung von Umsätzen und Gewinnen nur sehr schwer zu prognostizieren und in jedem Fall – zusätzlich zum normalen wirtschaftlichen Risiko – mit großer Unsicherheit behaftet. In vielen Fällen gibt es keine Weiterführung des Unternehmens, aber auch in diesen Fällen kann der Kundenstock noch einen Wert darstellen. In allen Fällen kommt dem Faktor Zeit eine wichtige Rolle zu: Je länger zB der Verkauf eines Kundenstocks dauert, umso weniger ist dieser wert.

3. Zur Methodik

3.1. Zum Stand der Diskussion: DCF-Verfahren

Häufig wird der sogenannte DCF-Wert als der relevante objektivierte Unternehmenswert gesehen. Bei ausschließlich finanziellen Zielen ergibt sich – vereinfacht formuliert – hierbei der Unternehmenswert aus dem Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner, und zwar der Nettozuflüsse, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden.

Hierbei wird fast immer das Fachgutachten KFS/BW¹² herangezogen und es ist dem Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, der das Fachgutachten erarbeitet hat, großer

Respekt zu zollen. Als Betriebswirt muss der Verfasser bedauernderweise anmerken, dass die Unternehmensberater keine ähnlichen Leitlinien und Empfehlungen ausgearbeitet haben.

Das Fachgutachten KFS/BW 1 empfiehlt zwar grundsätzlich DCF-Methoden, konzidiert aber sehr wohl,

- dass es sich beim Fachgutachten KFS/BW 1 um allgemeine Grundsätze handelt, die den Rahmen für Bewertungen festlegen und Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhänders legen, und
- dass bei kleinen Unternehmen der objektivierte Unternehmenswert vereinfachend durch die Anwendung eines Multiplikatorverfahrens auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden kann; als sehr kleine Unternehmen gelten solche, die die Buchführungsgrenze des § 189 Abs 1 Z 2 UGB nicht überschreiten.³

Weiters *Bertl*, der als Vorsitzender des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation am Fachgutachten KFS/BW 1 entscheidend mitgearbeitet hat und sehr wichtige Beiträge zur Ermittlung von Unternehmenswerten publiziert hat: „*Es gibt keinen ‚einzig richtigen, allgemein gültigen Unternehmenswert‘, sondern der Zweck der Bewertung bestimmt den Unternehmenswert. Die Vorgehensweise bei der Unternehmensbewertung ist daher auf den jeweiligen Bewertungsanlass bzw. Bewertungszweck (z.B. Entscheidungsvorbereitung oder Vermittlung zwischen streitenden Parteien) abzustellen. Unternehmenswerte lassen sich somit aus verschiedenen Sichtweisen (z.B. subjektiver und objektiver Sicht), aber auch mit unterschiedlichen Verfahren ermitteln.*“⁴

DCF-Verfahren sind auch nicht unumstritten; so wird unter anderem von *Haeseler/Hörmann*⁵ und dann von *Pummerer*⁶ das DCF-Verfahren bzw dessen zum Teil partiell falsche unreflektierte Anwendung heftig kritisiert. Tatsächlich ist die Schätzung zukünftiger Zahlungsströme für einen unbegrenzten Zeitraum (Barwert der ewigen Rente) in einer dynamischen Wirtschaft und einem krisenanfälligen Umfeld ein großes Problem. Auch *Kucher* stellt fest, dass in der Praxis sowohl die DCF-Methode als auch die Ertragswertmethode aufgrund des hohen Informationsbedarfs zu komplex sind und zudem bei der Anwendung auf nicht börsennotierte Unternehmen Probleme bereiten können.⁷

Ein weiteres Problem bei der Anwendung der DCF-Methode ist der Ansatz des Unternehmerlohns. Bei KMU sind der Arbeitseinsatz (quantitativ und qualitativ) des Unternehmers, seine Fähigkeiten und Beziehungen wesentliche Determinanten der finanziellen Überschüsse. Für den Arbeitseinsatz des Unternehmers ist ein Unternehmerlohn anzusetzen, der sich an den Kosten einer Fremdgeschäftsführung orientiert. Entsprechend dem Fremdvergleich werden hierfür in der Praxis – *volens volens* – in der Regel die Geschäftsführervergütungen vergleichbarer Unternehmen als Basis zugrunde gelegt. Zu diesen Vergütungen werden in der Regel Risikozuschläge in der Größenordnung von

10 bis 15 % der Vergütung hinzugerechnet, um zu einem vergleichbaren Unternehmerlohn zu gelangen. Damit kann aber die Arbeitsintensität eines Unternehmers häufig nicht adäquat berücksichtigt werden; entsprechend ist der ermittelte objektivierte Unternehmenswert zu interpretieren.

Die oben dargestellten Einwände sind keine Einwände gegen die DCF-Methoden an sich, sondern es geht hier primär um die richtige Anwendung der DCF-Methoden und das generelle Problem der Unsicherheit, die aber letztlich bei allem menschlichen Handeln gegeben ist.

Betont sei, dass die häufig vertretene Meinung, wonach Unternehmenswerte laut Fachgutachten KFS/BW 1 ausschließlich nach der DCF-Methode bzw Ertragswertverfahren⁸ zu berechnen wären, nicht korrekt ist. Es gilt das **Zweckadäquanzprinzip**: Der Zweck der Bewertung bestimmt den Unternehmenswert. So halten auch G. Mandl/K. Rabel fest, dass das Fachgutachten KFS/BW 1 eine Richtlinie ist und derartige Richtlinien für die spezielle Bewertungssituation konkretisiert werden müssen.⁹

3.2. Stichtagsprinzip und Wurzeltheorie

Unternehmenswerte müssen zum Bewertungsstichtag (bei Verlassenschaftsverfahren ist dies der Todestag des Unternehmers) ermittelt werden. Das Fachgutachten KFS/BW 1 führt aus: „Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts sind alle für die Wertermittlung beachtlichen Informationen, die bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätten erlangt werden können, zu berücksichtigen. Änderungen der wertbestimmenden Faktoren zwischen dem Bewertungsstichtag und dem Abschluss der Bewertung sind nur dann zu berücksichtigen, wenn ihre Wurzel vor dem Bewertungsstichtag liegt.“¹⁰

Dies bedeutet, dass die wertbestimmenden Faktoren recherchiert und herausgearbeitet werden müssen.¹¹ Aus aktuellem Anlass sei induktiv am Beispiel der fachlichen Hinweise der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) auf Unternehmensbewertungen¹² das Wurzelprinzip erläutert. Die betreffende Arbeitsgruppe konstatiert: Da bis zum 31. 12. 2019 noch nicht erkennbar war, dass sich COVID-19 global ausbreiten wird, sind diese Auswirkungen bei Bewertungen bis zum Stichtag 31. 12. 2019 nicht zu berücksichtigen. Hingegen gilt nach dem 31. 12. 2019 laut zitierter Arbeitsgruppe: Ist die Erkennbarkeit von wirtschaftlichen Auswirkungen von COVID-19 für einen nach dem 31. 12. 2019 liegenden Bewertungsstichtag zu bejahen, sind die Auswirkungen auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens grundsätzlich in jenem Umfang zu berücksichtigen, der sich auf Basis des zum Bewertungsstichtag bei angemessener Sorgfalt zu erlangenden Informationsstandes mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erwarten ließ.¹³

Dies bedeutet, dass nach dem Wurzelprinzip nicht alle denkmöglichen Entwicklungen oder vage Projekte zu berücksichtigen sind, sondern es müssen am Bewertungsstichtag klare Entwicklungsrichtungen erkennbar gewesen

sein. Ein Projekt muss zB vorbereitet und durchfinanziert und die Möglichkeit der effizienten Umsetzung muss erkennbar sein. Auch in der Rechtsprechung wird, um das Stichtagsprinzip nicht völlig auszuhöhlen, verlangt, dass nicht jede denkbare Entwicklungsmöglichkeit berücksichtigt wird, für die sich rückblickend eine irgendwie geartete Kausalkette bis vor den Stichtag finden lässt.¹⁴

Es muss hier – dies sei ergänzend erwähnt – gesehen werden, dass weniger die Ideen als solche relevant sind, sondern die erfolgreiche konkrete Umsetzung von Ideen im wirtschaftlichen Leben. Gerade dem Österreicher wird ja nachgesagt, dass es viele gute Ideen gibt, aber die Umsetzung oft mangelhaft ist.

Diese Überlegungen sind insofern materiell relevant, weil mit dem Stichtagsprinzip und der strengen Auslegung des Wurzelprinzips unter anderem ein Abwälzen unternehmerischer Risiken auf eine Partei verhindert werden soll. ZB soll ein Pflichtteilsberechtigter, der mit einem Geldbetrag laut Unternehmensbewertung abgefunden wird, davor geschützt werden, an unternehmerischen Verlusten des Erben, der mit dem Betrieb nach dem Stichtag wirtschaftet, beteiligt zu werden. Hat der zahlungspflichtige Erbe zwischen Bewertungsstichtag und dem Datum der Erstellung des Bewertungsgutachtens schlecht gewirtschaftet, soll dies nicht auf den Pflichtteilsberechtigten (partiell) überwältzt werden. Umgekehrt soll der zahlungspflichtige wirtschaftende Erbe davor geschützt werden, dem Pflichtteilsberechtigten (der nichts geleistet hat) Teile seines erfolgreichen Wirtschaftens zwischen Bewertungsstichtag und dem Datum der Erstellung des Bewertungsgutachtens abgeben zu müssen.¹⁵

3.3. Kritische Würdigung und Zusammenfassung des Kapitels

Die Literatur befasst sich weitgehend mit der Bewertung großer börsennotierter Unternehmen. Salopp könnte man sagen, dass die Champions League der Unternehmen bei der Bewertung im Mittelpunkt steht. Die Betriebe der unteren Spielklassen, also die KMU, werden hingegen kaum behandelt.

Hinzu kommt, dass in der täglichen Bewertungspraxis auch bei größeren Unternehmen die in der Literatur brillant abgehandelten Methoden zur Berücksichtigung der Unsicherheit kaum angewendet werden. Es wird – sicherlich – nach bestem Wissen und Gewissen geschätzt und prognostiziert; Szenario-Analysen, wahrscheinlichkeitstheoretische Ansätze oder gar anspruchsvollere Methoden (wie Monte-Carlo-Simulationen) finden sich nach unserer, allerdings eingeschränkten Wahrnehmung aber kaum bei konkreten Gutachten. Es wird häufig die Prämisse gesetzt, dass im Diskontierungssatz das Risiko hinreichend abgebildet sei. Letzteres ist ein sehr grobe, vereinfachende und für Außenstehende kaum nachvollziehbare Annahme.

Weitere offene Probleme sind die adäquate Anwendung des Wurzelprinzips und die Berücksichtigung und Quantifizierung qualitativer Faktoren (wie zB die Marktsituation) und von sonstigen *soft facts* bei der Unternehmensbewertung.

4. Zur Judikatur

Der OGH hat konstatiert: „Eine rechtliche vorgeschriebene Methode der Bewertung gibt es nicht. Die richtige Methode zu ermitteln, ist ein Problem der Betriebswirtschaftslehre, doch muss das von ihr gewählte System der vom Gericht gestellten Aufgabe adäquat sein.“¹⁶

Wobei – dies sei auch festgehalten – der OGH im Regelfall bei Verkäufen von Unternehmen oder Unternehmensanteile den Ertragswert für relevant hält. Von einem „Regelfall“ – dies wurde bereits dargelegt – kann bei Verlassenschaften im Todesfalle eines KMU-Unternehmers aber nur selten gesprochen werden.

5. Zur Relevanz des Verkehrswerts

Die Unternehmensbewertung betrachtet das zu bewertende Unternehmen als Investitionsobjekt und überlegt daher, was ein fremder Investor zu bezahlen bereit wäre, um Erträge aus dem Unternehmen zu erhalten.

Damit ist im Regelfall der **Verkehrswert** bzw. der gemeine Wert (beide werden hier vereinfachend synonym verwendet) bei Verlassenschaftsverfahren, aber auch bei den meisten Entschädigungsfragen der relevante Wert. Auch im BewG gilt laut § 10, dass bei Bewertungen, soweit nichts anderes vorgeschrieben ist, der gemeine Wert zugrunde zu legen ist. „Der gemeine Wert wird durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dabei sind alle Umstände, die den Preis beeinflussen, zu berücksichtigen.“ Der Verkehrswert beinhaltet auch stille Lasten, stille Reserven sowie den Firmenwert.

Was auf den ersten Blick plausibel erscheint, ist in der Praxis oft schwer umsetzbar, da es für Verkäufe bzw Käufe von Unternehmen bzw Unternehmensanteilen – sieht man von marktgängigen Aktien ab – kaum homogene Märkte gibt. Vielmehr wird davon ausgegangen, dass mithilfe der Unternehmensbewertung ein Wert ermittelt werden kann, der als objektivierter Wert von Käufern und Verkäufern als Ausgangsbasis für den Verkehrswert akzeptiert wird.

Es muss auch klargestellt werden, dass der Verkehrswert nicht dem sogenannten inneren, dem tatsächlichen Wert eines Unternehmens entsprechen muss. Der Aktienkurs als Verkehrswert schlechthin oszilliert in der Regel um den inneren Wert. DCF-Verfahren ermitteln *a priori* den inneren Wert eines Unternehmens und nur bedingt den Verkehrswert. Letzterer ist aber – wie dargelegt – in der Regel die entscheidende Größe bei Erbschaften, Abfindungen und ähnlichen Problemstellungen.

6. Folgerungen und vorzuschlagende Methoden

6.1. Grundsätzliche Überlegungen

Aus obigen Überlegungen ist abzuleiten, dass nach Möglichkeit DCF-Verfahren anzuwenden sind. Damit werden Zukunftsaspekte in der Regel am ehesten angemessen

berücksichtigt. Darüber hinaus sind nach Möglichkeit mehrere Verfahren anzuwenden bzw deren Anwendung ist zumindest zu diskutieren.

Voraussetzung für eine realistische, abgesicherte DCF-Bewertung sind jedoch unter anderem hinreichend gesicherte Zahlungsströme über die nächsten 10 bis etwa 15 Jahre. Darüber hinaus ist eine ewige Rente bzw ein Restwert nach Ablauf der Planungsperioden bei der DCF-Methode anzusetzen. Hinreichend gesicherte zukünftige Zahlungsströme können aber bei KMU im Todesfall des Unternehmers nur in den seltensten Fällen prognostiziert werden. Die nicht mehr gegebene effiziente Unternehmensführung, das schwer einschätzbare Verhalten der finanzierenden Banken, Streitigkeiten unter den Erben, die schwer einschätzbare Dauer von Verlassenschaftsverfahren und nicht zuletzt die allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit lassen realistische, abgesicherte Prognosen kaum zu.

Zur generellen wirtschaftlichen Unsicherheit ist anzumerken, dass zwar aufgrund der aktuellen sozioökonomischen Situation (Ukrainekrieg, Klimaproblematik, Teuerung, Corona-Effekte etc) die Unsicherheit derzeit (Stand: Februar 2023) besonders hoch ist; aber auch schon in der Vergangenheit waren durch Klima- und Umweltprobleme, Energie- und Rohstoffprobleme, Veränderungen in der Landwirtschaft, Bankenkrisen etc immer wieder große Unwägbarkeiten gegeben.

6.2. Vorzuschlagende Methoden

6.2.1. Liquidationswert

Wie bereits bei der Problemstellung erwähnt, ist die Frage der Fortführung des zu bewertenden Unternehmens eine ganz entscheidende Frage. Insbesondere bei EPU ist eine Unternehmensfortführung in der Regel nicht möglich, sodass in diesen Fällen meistens Liquidationsverfahren durchgeführt werden müssen.

Definiert ist der Liquidationswert – laut Fachgutachten KFS/BW 1 – als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Veräußerung der Vermögenswerte abzüglich der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und allfällig verbundener Steuerwirkungen. Diese Definition ist zielführend bei großen Unternehmen, die hierbei meistens in Wertungseinheiten aufgeteilt werden und deren Liquidation häufig längere Zeiträume in Anspruch nimmt. Bei KMU ist die Ermittlung von Barwerten selten erforderlich; die jeweiligen Positionen sind überschaubar und können häufig, wenn auch nicht immer, einigermaßen zeitnah verwertet werden, sodass keine Barwerte ermittelt werden müssen.

Zu unterstreichen ist jedoch, was bei der eher spärlichen Literatur zu diesem Thema kaum erwähnt wird, das Problem der Abhängigkeit des Liquidationswerts von der Zerschlagungsgeschwindigkeit und der Intensität der Verwertung der Liquidationsgüter. Wie bei allen Verkäufen wird tendenziell ein besserer Preis erzielt, wenn die Verkaufsware optimal präsentiert wird und möglichst viele potenzielle Käufer angesprochen werden. Liquidationsware ist häufig nicht mehr modern, oft leicht beschädigt und er-

fordert Lager, Logistik etc. Sondermüll und kontaminierte Erde können weitere Probleme darstellen.

Liquidationswerte sind aus diesen Gründen betragsmäßig nicht einfach zu schätzen. In der Bewertungspraxis stellt sich zudem häufig das Problem, inwieweit es im Sinne der erforderlichen Genauigkeit einerseits und der Informationsökonomie andererseits zielführend ist, aufwendige Schätzungen von Sachverständigen einzuholen bzw Zeit in den Verkauf von Liquidationswaren zu investieren, zumal der Liquidationswert bei den meisten KMU ohnedies deutlich negativ ist.

6.2.2. Substanzwert

Der Substanzwert (wir sprechen hier vom „Substanzwert zu Reproduktionskosten“) ist der Saldo von Vermögen und Schulden des Unternehmens. Laut Fachgutachten KFS/BW 1 kommt dem Substanzwert keine eigenständige Bedeutung beim Unternehmenswert zu. Anzunehmen ist, dass mit „*eigenständiger Bedeutung*“ der alleinige Ansatz des Substanzwerts gemeint ist.

Nach Ansicht des Verfassers ist der Substanzwert unter anderem dann der relevante objektivierte Unternehmenswert, wenn er höher als der DCF-Wert ist und dem Verkehrswert entspricht. Es gibt sehr wohl Unternehmen mit wertvollen Grundstücken (deren Verkehrswerte permanent gestiegen sind) und immateriellen Wirtschaftsgütern (wie Mietrechte, Markenrechte etc), deren Substanzwert den DCF-Wert übersteigt.

Weiters halten wir den Substanzwert für den relevanten Unternehmenswert, wenn die Prognose plausibler, nach den üblichen Maßstäben wirtschaftlichen Handelns abgesicherter zukünftiger Zahlungsströme nicht möglich ist. Ein fremder Investor, der den Kauf des Unternehmens bzw von Anteilen des Unternehmens überlegt, würde sich im Falle einer Verlassenschaft infolge des Todes eines KMU-Unternehmers primär am Substanzwert am Stichtag orientieren, weil die weitere Entwicklung des KMU im Todesfall des Unternehmers – wie dargelegt – äußerst schwer zu prognostizieren ist.¹⁷ Der Substanzwert zu Reproduktionskosten bildet die häufig relevante Alternative des *make or buy*¹⁸ sehr gut ab und ist in vielen Fällen damit bei KMU-Verlassenschaften der relevante Unternehmenswert.

Kritisiert wird beim Substanzwertverfahren primär die mangelnde Berücksichtigung von Ertragsaspekten und – damit zusammenhängend – der Zukunftserwartungen. Dem Grunde nach sind dies grundsätzlich zu beachtende Nachteile. Beim modifizierten Substanzwertverfahren werden diese Kritikpunkte durch den Ansatz des (immateriellen) Firmenwerts, der den Wert des Kundenstocks, die Marktposition etc abbilden soll, etwas abgemildert.

In der Praxis wird in solchen Fällen häufig ein Schiedswert vereinbart, der auch über dem Substanzwert liegen kann, wenn die Zukunftserwartungen – *per saldo* – voraussichtlich positiv sind, aber zahlenmäßig nicht verlässlich prognostiziert werden können. Wir halten ein solches Vorgehen (insbesondere im Todesfall des KMU-Unternehmers) in der

Regel für sinnvoller als die alleinige Orientierung an einem DCF-Wert auf Basis langfristiger, unsicherer Zahlungsströme und einer kaum nachvollziehbaren ewigen (!) Rente. Dies bedeutet keineswegs, dass ein DCF-Wert bei KMU im Todesfall des Unternehmers auszuschließen ist; aber es gilt eben das eingangs erwähnte Prinzip der Zweckadäquanz.

6.2.3. Praktiker- und Multiplikatorverfahren

6.2.3.1. Zur Sinnhaftigkeit von Praktikerverfahren

Der Terminus „Praktikerverfahren“ ist nach dem gängigen österreichischen Sprachgebrauch der Oberbegriff; Multiplikatorverfahren sind spezielle Praktikerverfahren. Allen gemeinsam ist die Verwendung einfacher Indikatoren für den Unternehmenswert und eine Berechnungsmethode, die leicht nachzuvollziehen und in der Branche anerkannt ist.

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sind diese Verfahren eher kritisch zu sehen. Kosten-, Investitions- und Zukunftsaspekte werden zu wenig berücksichtigt. Die meisten Branchen werden immer kapitalintensiver und so fallen die Nachteile der Praktikerverfahren immer stärker ins Gewicht. Nachdem sie aber häufig angewandt werden und den Verkehrswert des jeweiligen Unternehmens wesentlich beeinflussen, sind sie sehr wohl als relevant zu erachten und darzustellen, insbesondere dann, wenn sich eine gewisse allgemeine Verkehrsauffassung über den Multiplikator gebildet hat (Fachgutachten KFS/BW 1).

Die ökonomische Logik der Multiplikatorverfahren besteht im Wesentlichen darin, dass sie den Kundenstock des Unternehmens abbilden und dieser wiederum ein wesentlicher Indikator für die Ertragskraft, die Zahlungsströme und den Unternehmenswert ist. Bei vielen Unternehmen können die Kosten dem Umsatz angepasst werden; dadurch korreliert der Gewinn mit dem Umsatz. Ebenso kann eine umgekehrte Kausalität gegeben sein; so wird zB ein Betrieb mit einer hohen Miete in einer 1-a-Lage in der Regel auch einen hohen Umsatz erzielen. Weiters kann bei Multiplikatorverfahren auf eine gewisse empirische Nagelprobe verwiesen werden. Würden diese Verfahren zu völlig falschen Ergebnissen führen, würden sie nicht mehr angewandt werden.

Ferner ist die Mehrstufigkeit bei Unternehmenstransaktionen zu beachten. Häufig wird zunächst ein Unternehmenswertgutachten erstellt; dieses wird dann von den Parteien diskutiert und analysiert, gegebenenfalls modifiziert und als erste Entscheidungsgrundlage gesehen. Ein potenzieller Käufer erstellt in weiterer Folge in der Regel einen Businessplan und zahlreiche sonstige Kalkulationen und überlegt, ob er den im Raum stehenden Unternehmenspreis erwirtschaften und finanzieren kann. Bei der Finanzierung reden oft Banken und Berater mit, bis es schließlich zum *closing* kommt. Durch diese Mehrstufigkeit führen Multiplikatorverfahren bei entgeltlichen Übertragungen kaum zu Fehlentscheidungen. Das Beispiel zeigt aber auch, dass Multiplikatorverfahren durch weitere Verfahren und Überlegungen ergänzt werden sollten.

Auch die Multiplikatorverfahren ändern sich im Laufe der Zeit; es empfiehlt sich unbedingt, die jeweiligen Interes-

senvertretungen (Kammern, Verbände) des zu bewertenden Unternehmens zu kontaktieren, wobei anzumerken ist, dass diese Interessenvertretungen empfehlen, ergänzend auch Substanz- und DCF-Verfahren und – situationsbezogen – sonstige Verfahren anzuwenden.

6.2.3.2. Bewertung von Steuerberatungskanzleien

In der Praxis der Bewertung von Steuerberatungskanzleien¹⁹ hat sich weitgehend durchgesetzt, dass die Verhandlungsbasis für den Kaufpreis einer Kanzlei primär nicht anhand der DCF-Methode, sondern wie folgt ermittelt wird:

Substanzwert + *good will* = Gesamtwert der Praxis, wobei

- *good will* = Wert des Kundenstocks (in etwa 60 bis 120 % des Jahresumsatzes) und
- Substanzwert = Wert der übernommenen Vermögensgegenstände der Kanzlei abzüglich Schulden.

Beim sogenannten Umsatzmultiplikator geht es um die Frage, mit welchem Prozentsatz der Wert des Jahresumsatzes multipliziert werden soll. Lange Zeit (*Bachl* spricht von „Jahrzehnten“) wurde in Österreich der Multiplikator mit 100 % angesetzt. Der VwGH hat – allerdings schon 1980 – 70 bis 100 % als sinnvolle Bandbreite postuliert.

Laut *Bertl* schwanken die Ansätze zwischen 60 und 120 % des Jahresumsatzes in Österreich, wobei er aber auch auf die Schwächen des Verfahrens hinweist.²⁰ Bei der genannten Schwankungsbreite wird auch noch einmal verdeutlicht, dass ein Multiplikatorverfahren in der Regel durch weitere Verfahren ergänzt werden sollte.

Zu beachten ist weiters: Die Kundentreue sinkt bei Steuerberatungskanzleien wie in der gesamten Wirtschaft seit Jahren tendenziell. Dies ist wahrscheinlich auch der Grund, dass nach unseren, allerdings nicht unbedingt repräsentativen Beobachtungen diese Multiplikatoren tendenziell leicht sinken.

6.2.3.3. Zahnarztordinationen

Nach den Empfehlungen der Ärztekammer für Wien über die Bewertung von Arztpraxen und der Landesärztekammer für Wien errechnet sich der Wert einer Zahnarztpraxis aus der Summe eines Drittels des durchschnittlichen Jahresumsatzes der letzten drei Jahre zuzüglich des Sachwerts der Praxis, was anhand des folgenden Zahlenbeispiels erläutert werden soll:

Durchschnittlicher Jahresumsatz der letzten drei Jahre	€ 360.000,00
Abgeltung Patientenstock (in Höhe von einem Drittel des durchschnittlichen Jahresumsatzes)	€ 120.000,00
Sachwert der Ordination (Substanzwert)	€ 100.000,00
Summe = Wert der Ordination	€ 220.000,00

Abbildung 2

Da besonders Zahnarztordinationen immer kapitalintensiver werden, fallen die beschriebenen Mängel der Multiplikatorverfahren besonders hier ins Gewicht.

6.2.3.4. Versicherungsmakler

Laut der Fachgruppe der Versicherungsmakler und Berater in Versicherungsangelegenheiten der Wirtschaftskammer Wien gilt die unverbindliche Daumenregel für den Kundenstock, dass dessen Wert in etwa das Eineinhalbfache des Provisionsumsatzes beträgt. Bei letzterem Multiplikator sollte das Maklerbüro aber weitestgehend digitalisiert und sollten alle Protokolle und anderen Unterlagen vorhanden sein.

Weitere Faktoren, die den genannten Multiplikator beeinflussen, sind die Vertragslaufzeiten, die Versicherungssparten, das Alter der Kunden sowie das Verhältnis von Privat- zu Firmengeschäft. Nach unseren – subjektiven – Erfahrungen tendiert der Multiplikator im Todesfall eines KMU-Unternehmers in der gegenständlichen Branche in Richtung 1.

6.2.3.5. Apotheken

Für Apotheken werden laut Auskunft des Österreichischen Apothekerverbandes häufig 100 bis 110 % des Jahresumsatzes als Kaufpreis bezahlt, wobei üblicherweise keine Schulden und Guthaben übernommen werden und das Warenlager separat abgelöst wird.

Inzwischen werden hierbei aber Artikelgruppen mit geringen Spannen beim Umsatz herausgenommen.

6.2.4. Verfahren zur Bewertung des Kundenstocks

In einer Marktwirtschaft kommt dem Verkauf und damit dem Kundenstock zentrale Bedeutung zu; er ist auch ein wesentlicher Bestimmungsfaktor des *good will*, das heißt des Firmenwerts.

Gängige Verfahren der Kundenbewertung²¹ sind insbesondere

- das *Customer-lifetime-value*-Verfahren,
- das *Scoring*-Modell,
- die Analyse des Kundenlebenszyklus und
- die Kundenportfolioanalyse (unter anderem die ABC-Analyse).

Es würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen, auf die oben genannten Verfahren im Einzelnen einzugehen. Festzuhalten ist, dass selbst im Liquidationsfall der Kundenstock häufig einen gewissen Wert darstellen kann. Übernimmt zB eine florierende Baumarktkette einen insolventen Baumarkt mit einem gewissen Umsatz, so hat der Kundenstock des übernommenen Unternehmens für den Übernehmer durchaus einen gewissen Wert, obwohl das Unternehmen (als rechtlicher Rahmen) ein anderes ist.

Eine wichtige, aber nicht unbedingte Voraussetzung ist eine möglichst detaillierte digitale Kundenliste, die entsprechend effiziente Kundenwerbung erlaubt. Eine unbedingte Voraussetzung ist hingegen die relativ schnelle

Übernahme des Betriebs bzw Geschäftslokals; ansonsten haben sich die meisten Kunden verlaufen und inzwischen einen neuen Anbieter gefunden. Damit ist der Faktor Zeit, der häufig vernachlässigt wird, angesprochen. Auf diesen soll im folgenden Kapitel näher eingegangen werden.

6.2.5. Anmerkungen zum Zeitfaktor

Es wurde bereits erwähnt, dass Verlassenschaftsverfahren in Österreich sehr gründlich und gewissenhaft abgewickelt werden und daher relativ lange dauern können. Im Zusammenhang mit dem Liquidationswert wurde auch bereits auf dessen Abhängigkeit von der Geschwindigkeit der Zerschlagung und der Intensität der Verwertung des Liquidationsvermögens hingewiesen. Liquidationsware ist oft veraltet und leicht beschädigt, erfordert Lagerhaltung, Logistik etc. Sondermüll und kontaminierter Boden können weitere Probleme darstellen. Insolvenzverwalter und Notgeschäftsführer kennen diese Probleme aus (leidvoller) praktischer Erfahrung.

Im Folgenden soll dies anhand eines praktischen Beispiels erläutert werden: Kraftfahrzeuge werden häufig zum Verkehrswert am Todestag (als Stichtag) geschätzt. Tatsächlich können Kraftfahrzeuge aber aus rechtlichen Gründen praktisch nie zum Stichtag veräußert werden, sondern erst nach Freigabe durch den Verlassenschaftskurator. Das bedeutet, dass bei Nichtfortführung des Unternehmens der tatsächliche Wert des Kraftfahrzeugs zum Stichtag nur in etwa jenem Wert entspricht, der zirka drei bis sechs Monate nach dem Todestag erzielt werden kann. In dieser Zeit kann aber unter anderem das sogenannte Pickerl (§ 57a KFG-Überprüfung) abgelaufen sein und es können sich weitere Probleme ergeben haben. Das Anlagevermögen ist daher in diesen Fällen mit dem Wert zum voraussichtlichen Verwertungszeitpunkt anzusetzen. Da dieser aber schwer abschätzbar ist und zudem der Verwertungspreis wiederum von der Intensität der Verwertung abhängt, sind in diesen Fällen nur pragmatische Ansätze im Sinne einer gutachterlichen Bewertung möglich.

7. Fazit

Zwar besteht in der Literatur weitgehend Einigkeit darüber, dass bei Unternehmensbewertungen nach Möglichkeit DCF-Verfahren anzuwenden sind, doch sind sowohl in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch in der Rechtsprechung vielfältige Ausnahmen von dieser Leitlinie im Sinne des Zweckadäquanzprinzips möglich und sogar geboten; der Bewertungszweck bestimmt die Methodik und damit auch den Unternehmenswert.

Bei der Ermittlung von Unternehmenswerten im Todesfall des KMU-Unternehmers ergibt sich in der Regel eine besondere Situation, die eine hinreichend abgesicherte Prognose von Zahlungsströmen und damit die Anwendung von DCF-Verfahren nur selten zulässt. Insbesondere dann, wenn die Ertragskraft von KMU nicht oder nur partiell übertragen wird, kommen in der Regel Substanz- bzw Liquidationswerte zum Tragen. Abschließend sei auf die Methodenvielfalt bei Unternehmensbewertungen hingewiesen;

die Anwendung mehrerer der vorgestellten Verfahren führt zu einer höheren Transparenz und Nachvollziehbarkeit und damit auch zu einer höheren Akzeptanz der Ergebnisse.

Anmerkungen:

- ¹ Siehe https://news.wko.at/news/oesterreich/epu_fact_sheet_2019.pdf.
- ² Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung vom 26. 3. 2014, online abrufbar unter https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_15052014_RF.pdf.
- ³ KFS/BW 1, Rz 18.
- ⁴ Bertl, Geleitwort, in *Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung (2011) 7.
- ⁵ *Haeseler/Hörmann*, Irrationale Unternehmenswerte wegen DCF-Methodik! SWK 8/2008, W 39.
- ⁶ *Pummerer*, Nochmals: Irrationale Unternehmenswerte wegen DCF-Methodik, SWK 14-15/2008, W 107.
- ⁷ *Kucher*, Conglomerate Valuation (2000).
- ⁸ DCF-Verfahren sind unter die Ertragswertverfahren zu subsumieren; vereinfachenderweise wird hier nicht weiter auf die Unterschiede eingegangen.
- ⁹ *G. Mandl/K. Rabel*, Kaufpreisfindung durch Unternehmensbewertung, in *Bertl/F. Mandl/G. Mandl/Ruppe*, Kauf und Verkauf von Unternehmungen (1993) 39.
- ¹⁰ KFS/BW 1, Rz 24.
- ¹¹ Ergänzend sei auf die Bestimmungen zur Wertaufhellung verwiesen.
- ¹² Fachliche Hinweise der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zu den Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) auf Unternehmensbewertungen vom 15. 4. 2020, online abrufbar unter https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/2020_04_15nZB_Hinweise_Covid19_UBW_RF10a.pdf.
- ¹³ Es sei in Erinnerung gerufen, dass laut Wikipedia (<https://de.wikipedia.org/wiki/COVID-19>) das Virus Ende November 2019 in Wuhan entdeckt wurde. Es war zunächst aber noch nicht klar, wie der Virus übertragen wird und ob die Gefahr einer (weltweiten) Pandemie drohte. Am 25. 2. 2020 wurden dann die ersten Virusinfektionen in Österreich registriert.
- ¹⁴ So ausdrücklich LG Dortmund 31. 10. 1980, 18 AktE 2/79, AG 1981, 236; LG Frankfurt am Main 8. 12. 1982, 3/3 AktE 104/79, AG 1983, 136; OLG Frankfurt 29. 1. 2016, 21 W 70/15, ZIP 2016, 716.
- ¹⁵ *Sethe/Ph. Weber*, Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode, GesKR 2010, 129.
- ¹⁶ RIS-Justiz RS0010087 (T1) unter Verweis auf OGH 27. 4. 1982, 5 Ob 577/81.
- ¹⁷ Ähnlich auch *Pernsteiner*, Berührungspunkte zwischen Immobilien- und Unternehmensbewertung, SV 2012/4, 184 (184 f).
- ¹⁸ Vgl auch *Meier-Mazzucato/Tasini*, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, TREX 2021, 204.
- ¹⁹ Vgl hierzu unter anderem *Bachl*, Bewertung von Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsunternehmen, in *Kranebitter/D. Maier*, Unternehmensbewertung für Praktiker³ (2017) 381.
- ²⁰ *Bertl* in einer E-Mail an den gefertigten Sachverständigen betreffend die Bandbreite der Multiplikatoren in Österreich.
- ²¹ Vgl unter anderem auch *B. Schulz*, Kundenpotentialanalyse im Kundenstamm von Unternehmen (1995).

Korrespondenz:

Dr. Friedrich Stöferle
Kerngasse 23, 1230 Wien
E-Mail: soref@aon.at