



WIRTSCHAFTSTREUHÄNDER
Mag Claudia Erlacher
STEUERBERATERIN

Grabenweg 72 • A-6020 Innsbruck • Tel: +43(0)512 / 29 02 62 • Fax: +43(0)512 / 29 02 62 22
mobil: +43(0)676 330 68 63 • office.erlacher@gmail.com • ATU 63072524 • wt-code 226126

BEWERTUNGSGUTACHTEN
Unternehmenswert gemäß KFS/BW1
Stichtag 30. April 2025

von

RASANTE GmbH
6020 Innsbruck, Uferstraße 30

Branche Bauhilfsgewerbe

„Bewertung Geschäftsanteil Rasante GmbH“

Erstellt nach vorgelegten Unterlagen
und erteilten Auskünften

FB-Nummer
FN412127w

INHALTSVERZEICHNIS

1	AUFTRAG UND DURCHFÜHRUNG	1
1.1	Auftrag	1
1.2	Durchführung.....	1
2	ALLGEMEINES	1
2.1	Anlässe der Unternehmensbewertung	2
2.1.1	Transaktionsbezogene Anlässe.....	2
2.1.2	Nicht transaktionsbezogene Anlässe.....	2
2.1.3	Praktischer Bewertungsanlass des Bewertungsobjektes	2
2.2	Methoden der Unternehmensbewertung.....	3
2.2.1	Einteilung der Methoden.....	3
2.2.2	Das Ertragswertverfahren nach dem KFS BW1	4
2.2.3	Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)	7
3	BEWERTUNG DES UNTERNEHMENS.....	10
3.1	Rechtliche Verhältnisse	10
3.2	Wirtschaftliche Entwicklung 2019 bis 2024	10
3.3	Branchenspezifische Besonderheiten	10
3.4	Prognose der zukünftigen Erfolge	13
3.4.1	Prognose der zukünftigen Umsatzerlöse	13
3.4.2	Prognose der zukünftigen Aufwendungen	14
3.4.3	Schlussfolgerung	23
3.5	Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für die Rasante GmbH	23
4	ERRECHNUNG DER FINANZIELLEN ÜBERSCHÜSSE	29
5	PLAUSIBILISIERUNG	31
6	ZUSAMMENFASSUNG	32

1 AUFTRAG UND DURCHFÜHRUNG

1.1 AUFTRAG

Der Geschäftsführer der Rasante GmbH, 6020 Innsbruck, hat mich im Namen der Rasante GmbH zur Bewertung des Geschäftsanteiles von der Rasante GmbH an der Rasante GmbH entsprechend dem Fachgutachten KFS BW1 der Kammer der Wirtschaftstreuhänder beauftragt.

Ich bin im Rahmen meiner Steuerberatertätigkeit tätig und habe das vorliegende Gutachten seitens des Auftraggebers beauftragter Sachverständiger erstellt (Privatgutachten).

1.2 DURCHFÜHRUNG

Die für die Erstellung des Gutachtens erforderlichen Arbeiten wurden im Juni 2025 begonnen und endeten im Juli 2025, wobei mir folgende Unterlagen zur Verfügung gestellt wurden:

- Jahresabschlüsse zum 31.12.2019 bis 31.12.2024 mit Anhang
- Saldenliste zum 30.04.2025

Der Bewertungsstichtag ist der 30.04.2025. Das vorliegende Gutachten wurde zur außerprozessualen Bewertung eines Unternehmensanteils erstellt, berücksichtigt aber eine potenzielle Teilverwertung. Die Inhalte der eingeholten bzw. übermittelten Unterlagen werden, soweit sie im Gutachten Berücksichtigung finden, in der Befundaufnahme dargestellt.

2 ALLGEMEINES

Grundsätzlich können Unternehmen als Ganzes, selbständige Unternehmensteile oder ein Unternehmensverbund bewertet werden¹. Die betriebswirtschaftliche Literatur unterscheidet zwischen Unternehmen und Unternehmung. Während mit „Unternehmen“ die wirtschaftliche Einheit bezeichnet wird, beschreibt der Begriff „Unternehmung“ nur den rechtlichen Rahmen. Diese Trennung bildet eine wichtige Grundlage bei der Bewertung des Vermögens, da der Wert eines Unternehmens durch den Gebrauchswert (Nutzen), den das Unternehmen als

¹ vgl. Fachgutachten Nr. 74, Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation des Institutes für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 1989, S. 3

Ganzes besitzt, bestimmt wird². Nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände³ zB betrieblich nicht genutzte Grundstücke sind gesondert zu erfassen und unter Berücksichtigung ihrer bestmöglichen Verwendung zu bewerten⁴. Für die Ermittlung des Gesamtwertes des Unternehmens wird das daraus resultierende Ergebnis dem Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens hinzugefügt.

2.1 ANLÄSSE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Vorweg sei festgestellt, dass der Unternehmenswert vom Bewertungszweck und vom Bewertungsanlass abhängig ist. Dabei wird zwischen transaktionsbezogene Anlässen und nicht transaktionsbezogene Anlässen unterschieden.

2.1.1 Transaktionsbezogene Anlässe

Erfolgt eine Bewertung aufgrund einer tatsächlichen oder geplanten Änderung der Eigentumsverhältnisse des Bewertungsobjektes, so spricht die Literatur von transaktionsbezogenen Anlässen⁵. Hierunter fallen beispielsweise

- Kauf oder Verkauf eines Unternehmens
- Bewertungen in Zusammenhang mit einer Verschmelzung
- Einbringung eines Unternehmens

2.1.2 Nicht transaktionsbezogene Anlässe

Darunter fallen alle Anlassfälle von Unternehmensbewertungen, bei denen die Struktur der Eigentümer unverändert bestehen bleibt. Dazu zählen beispielsweise Bewertungen in Zusammenhang mit der Substanzbesteuerung, einer Kreditwürdigkeitsprüfung, Sanierungsmaßnahmen⁶ oder die generelle Information der Anteilseigner.

2.1.3 Praktischer Bewertungsanlass des Bewertungsobjektes

Die Unternehmensbewertung der Rasante GmbH dient primär der Information der Anteilseigner anlässlich einer geplanten Versteigerung (transaktionsbezogener Anlass).

² vgl. Stellungnahmen HFA 2/1983, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Facharbeit des IdW, in: WPg 1983

³ sind Vermögenswerte, die nicht objektiv erkennbar zum unmittelbaren Einsatz im Betrieb selbst bestimmt sind und bei Veräußerung für die eigentliche Unternehmensaufgabe nicht relevant sind

⁴ werden meist mit ihrem Nettoveräußerungserlös bewertet

⁵ vgl Mandl/Rabl, Unternehmensbewertung, 1997, S. 13

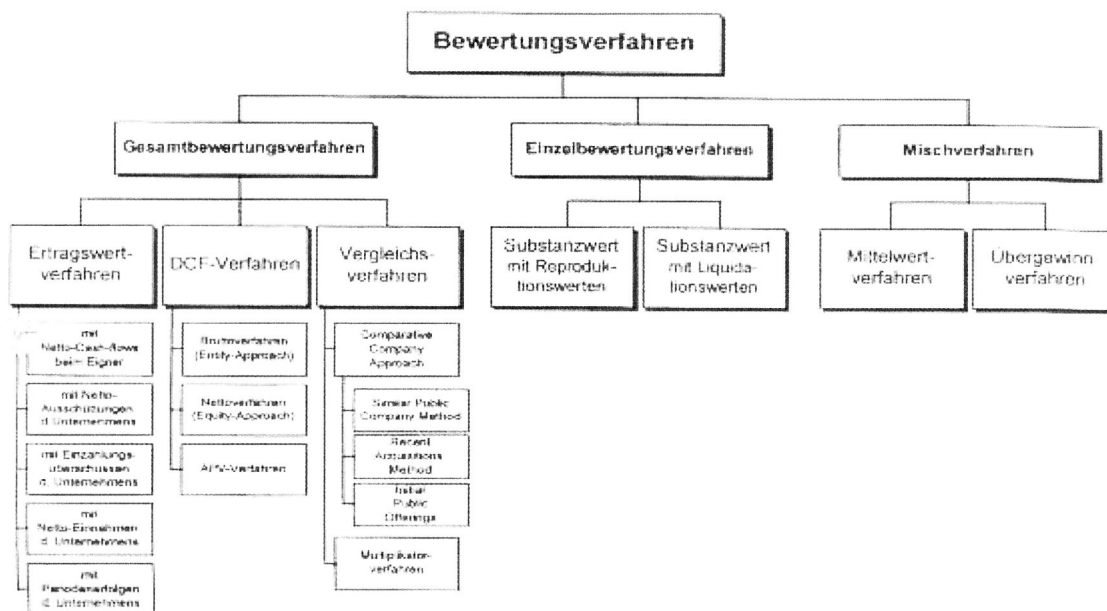
⁶ vgl Mandl/Rabl, 1997, S. 13

2.2 METHODEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

In der Literatur und Bewertungspraxis werden verschiedenste Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes vertreten. Grund für die zahlreiche Methodenvielfalt sind die unterschiedlichen Anforderungen an Unternehmensbewertungen. Folglich gibt es für die Bewertung von Unternehmen keine allgemein anerkannte oder rechtlich vorgeschriebene Methode. So kam es auch keinen einzig „richtigen“ Unternehmenswert geben.

2.2.1 Einteilung der Methoden

In der Bewertungspraxis existieren zahlreiche angewendete Bewertungsverfahren. Die angeführte Abbildung soll einen Überblick über die gebräuchlichsten Methoden geben (Kopie aus RWZ 1997/11, 352):



Gesamtbewertungsverfahren ermitteln den Unternehmenswert auf Basis des gesamten Unternehmens. Demgegenüber errechnen Einzelbewertungsverfahren den Unternehmenswert aus der Summe der Werte der einzelnen Unternehmensbestandteile (Vermögensgegenstände und Schulden). Eine Kombination aus Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren bilden Mischverfahren.

Nach Literatur, Bewertungspraxis und den Empfehlungen der Kammer der Wirtschaftstreuhänder (Kammergutachten aus 2006 des Fachsenates für Betriebswirtschaftslehre – KFS BW 1) werden vor allem Gesamtbewertungsverfahren und

zwar das Ertragswertverfahren und das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (kurz DCF-Verfahren) angewandt bzw. vorgeschlagen.

Sowohl das Ertragswertverfahren als auch das DCF-Verfahren berechnen den Unternehmenswert aus den zukünftigen Einnahmenüberschüssen des Unternehmens selbst, unabhängig davon, wann diese an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Das bedeutet, dass für die Bewertung die zukünftigen zu erwartenden finanziellen Nutzen, die das Unternehmen aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen Substanz, seinen Produkten und Dienstleistungen, seiner Marktstellung, seinem Management etc. erbringen kann, ausschlaggebend sind.

2.2.2 Das Ertragswertverfahren nach dem KFS BW1

Das KFS BW1⁷ beinhaltet die derzeit gültigen Grundsätze, nach denen Unternehmen bewertet werden sollen. Allerdings ist im KFS BW1 explizit festgehalten, dass die angeführten Grundsätze⁸ nur Rahmenbedingungen darstellen und jeder einzelne Bewertungsfall seine eigene Problemlösung erfordert.

2.2.2.1 Die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren

Laut KFS BW1 ist für die Bewertung ganzer Unternehmen der Barwert der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben die theoretisch richtige Bewertungsbasis. In der Praxis werden daher die Grundgedanken der Einnahmenüberschussrechnung auf die aus dem Rechnungswesen ableitbare Aufwands- und Ertragsrechnung übertragen und daraus eine modifizierte Ertragsüberschussrechnung abgeleitet. Zusätzlich zur Ermittlung von Erträgen und Aufwendungen ist eine Finanzbedarfsrechnung aufzustellen, in der Investitionen berücksichtigt werden. Investitionen werden in einem solchen Umfang berücksichtigt, der erforderlich ist, um die angeforderten betrieblichen Leistungen zu erwirtschaften. Das bedeutet das Erhalten der Substanz, die den zukünftigen Überschüssen zugrunde liegt. Dabei ist auf deren Finanzierung zu achten. Deckt das Eigenkapital die Investitionskosten nicht, ist Fremdkapital aufzunehmen, wobei dessen Zinsen die zukünftigen ausschüttbaren Ergebnisse mindern. Die finanziellen Überschüsse aus dem Unternehmen sind mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen⁹. Die Diskontierung

⁷ Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung, beschlossen am 26. März 2014 - Kurzbezeichnung: KFS BW1

⁸ zu deren näheren Erläuterung siehe KFS BW1, Seite 4

⁹ vgl. KFS BW1, Seite 11f

ermöglicht einen Vergleich von Zahlungsströmen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen und die eine unterschiedliche Höhe haben. Dies wird dadurch erreicht, dass alle Zahlungsströme auf ihren Gegenwartswert gerechnet werden. Für die Unternehmenseigner sind somit die abgezinsten zukünftigen entnahmefähigen Gewinne relevant. Wertbestimmend sind jedoch nur diejenigen finanziellen Überschüsse, die als Nettoeinnahmen den Eigentümern zur Verfügung stehen¹⁰. Da es sich um Nettoeinnahmen handelt, müssen Ertragsteuern des Unternehmens abgezogen werden. Handelt es sich um eine Kapitalgesellschaft, so unterliegen deren Gewinne als selbständiges Steuersubjekt der Körperschaftsteuer. Weiters ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen¹¹ gesondert zu erfassen und mit seiner bestmöglichen Verwertung zu bewerten.

2.2.2.2 2.2.2.3 Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse

Die Prognose der Zukunftserfolge des Unternehmens ist insofern problematisch, als die Vorhersagung zukünftiger Ereignisse mit Unsicherheit verbunden ist. Je weiter weg der Planungszeitraum vom Bewertungszeitpunkt liegt, umso unsicherer werden die prognostizierten Zukunftserfolge. Die Prognose exakter finanzieller Überschüsse ist unmöglich. Die Unsicherheit zukünftiger Vorhersagen ist auf ein vertretbares Maß zu reduzieren. Grundvoraussetzung für die Reduzierung der Unsicherheit zukünftiger Prognosen ist die Zuverlässigkeit und Verfügbarkeit der Informationen. Dabei wird zwischen innerbetrieblichen und außerbetrieblichen Daten unterschieden. Für die innerbetrieblichen Daten sind vor allem Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Cash-Flow-Rechnungen, falls vorhanden, maßgeblich. Vergangene und stichtagsbezogene Daten bilden die Ausgangsgrundlage für zukünftige Schätzungen. Zu den außerbetrieblichen Daten gehören vor allem Branchenberichte, Wirtschaftstrends, usw. Zum anderen kann der Planungszeitraum in Phasen zerlegt werden, wobei gegenständlich von drei Phasen ausgegangen wird.

- Die erste Phase nimmt auf die Ergebnisse der Vergangenheit Bedacht. Diese Zahlen sind die Ausgangsbasis für die Prognose (Phasen 2 und 3).
- Die zweite Phase umfasst die ersten ein bis drei zukünftigen Jahre. Sie enthält genauere Ertragsvorschaurechnungen, die sehr detaillierte Zukunftsschätzungen für Aufwendungen und Erträge zulassen.

¹⁰vgl. KFS BW1, Seite 18

⁹ das sind Vermögensteile, die nicht für die der Bewertung zugrundegelegte Leistungserstellung notwendig sind

· Die dritte Phase berücksichtigt Trenderwartungen, die auf der Grundlage der ersten beiden Phasen ermittelt werden und schließt die unübersehbare fernere Zukunft ein. Für diese Jahre werden jährlich gleichbleibende, nachhaltige Ergebnisse angenommen (ewige Rente).

2.2.2.3 2.2.2.4 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatz

Bei der Ertragswertberechnung werden die Überschüsse des Unternehmens mit den Überschüssen einer alternativen Investition verglichen. Dazu muss vorweg ein Basiszinssatz ermittelt werden (=Zinssatz der Alternativinvestition).

Als Alternativinvestition wird in der Regel von einer Anlage in öffentlichen Anleihen ausgegangen, deren Rendite als risikofreier Referenzwert dient (landesüblicher Zinssatz) ¹²

Diese Anlageform wird als nahezu ausfallsicher angesehen und spiegelt somit das

Renditeniveau für risikolose Investitionen wider. Da Unternehmensrenditen regelmäßig einem höheren Risiko unterliegen, wird auf den Basiszinssatz ein Risikozuschlag aufgeschlagen.

Durch folgende Punkte soll die Vergleichbarkeit des Anleiheertrages und des Unternehmenserfolgs hergestellt werden.

2.2.2.3.1 Zuschlag zum Unternehmerrisiko

Das Unternehmensrisiko teilt sich in zwei Arten von Risiken:

- allgemeine Unternehmensrisiken, die auf Konjunkturschwankungen, nicht vorhersehbaren Umwelteinflüssen und Brancheneinflüssen basieren
- spezielle Unternehmensrisiken, sie sich aus der besonderen Situation des zu bewertenden Unternehmen ergeben

Gemäß den Vorgaben des Fachgutachtens KFS/BW 1 sind besondere Chancen und Risiken im Rahmen der Unternehmensplanung explizit in der Erfolgsprognose zu berücksichtigen. Eine gesonderte Berücksichtigung dieser Faktoren durch Zu- oder Abschläge auf den Basiszinssatz erfolgt nicht. Dementsprechend verbleibt die Bewertung des generellen Unternehmensrisikos im Kapitalisierungszinssatz. Darunter fallen beispielsweise Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverluste durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und ähnliches sowie das stets vorhandene Konkursrisiko.

¹² vgl. KFS BW1, 19

2.2.2.3.2 *Immobilitätszuschlag*

Da börsennotierte Wertpapiere im Regelfall eine deutlich höhere Handelbarkeit und Marktgängigkeit aufweisen als Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, wird die geringere Mobilität durch einen Zuschlag zum Basiszinssatz berücksichtigt. Dieser ist unter anderem von der Branche, der Unternehmensgröße, der Rechtsform, und dem Standort abhängig.

2.2.2.3.3 *Geldentwertungsabschlag*

Da Zinserträge aus Anleihen in der Regel nominal und nicht inflationsgeschützt ausgezahlt werden, ist im Rahmen der Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes ein Abschlag auf den Basiszinssatz vorzunehmen, sofern das bewertete Unternehmen voraussichtlich in der Lage ist, inflationsbedingte Kostensteigerungen durch entsprechende Anpassungen seiner Erträge zu kompensieren. Dieser sogenannte Geldentwertungsabschlag trägt dem Umstand Rechnung, dass ein Unternehmen — beispielsweise durch Preiserhöhungen oder eine Steigerung der Produktivität — inflationsbedingte Einflüsse teilweise oder vollständig ausgleichen kann.

Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass ein Unternehmen in gewissem Maße inflationsresistent ist. Je größer die Fähigkeit zur Preisweitergabe, desto höher fällt der anzusetzende Geldentwertungsabschlag aus.

2.2.3 **Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)**

2.2.3.1 Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren basiert das DCF-Verfahren auf die Kapitalisierung derjenigen künftigen Einnahmenüberschüsse (Cash-Flows), die sowohl zur Ausschüttung an Eigenkapitalgeber als auch zur Bedingung von Fremdkapitalverbindlichkeiten zur Verfügung stehen. Diese Cash-Flows beinhalten weder Zinsaufwendungen für Fremdkapital noch zahlungswirksame Veränderungen in der Fremdfinanzierung, da sie die gesamte operative Ertragskraft des Unternehmens vor Kapitalstruktur-Einflüssen abbilden.

Als Ausgangspunkt zur Ermittlung der Free Cash-Flows dient das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT). Durch Abzug der ertragsabhängigen Steuern ergibt sich das operative Ergebnis nach Steuern. Anschließend werden die Abschreibungen wieder hinzuaddiert, um dadurch zu den Brutto-Cash-Flows zu gelangen. Durch Abzug der notwendigen Investitionen (zB in Sachanlagen oder Working Capital) ergibt sich der Free Cash Flow je Periode. Der Kapitalwert dieser Free Cash Flows, berechnet über einen

geeigneten Kapitalisierungszinssatz, stellt den Wert des gesamten investierten Kapitals dar. Gesamtkapitals: Auch die DCF-Methode hat bei verschuldeten Unternehmen die Fremdfinanzierung zu berücksichtigen. Daher wird vom Barwert der diskontierten Free Cash Flows der Barwert der an die Fremdkapitalgeber fließenden Cash-Flows abgezogen, sodass als Restgröße der Unternehmenswert übrig bleibt.

Innerhalb des DCF-Verfahrens wird zwischen dem Bruttoverfahren – dem sogenannten Entity-Ansatz – und dem Nettoverfahren – dem sogenannten Equity-Ansatz – unterschieden.

2.2.3.1.1 *Bruttoverfahren (Entity-Ansatz)*

Der Entity-Ansatz basiert auf den Zahlungsüberschüssen, die dem Unternehmen gesamthaft zur Verfügung stehen, also den Free Cash Flows to Firm. Somit werden die Free Cash-Flows vorweg unter Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung ermittelt und spiegeln die operativen Überschüsse vor Berücksichtigung von Zinszahlungen und Kapitalstruktur wider. Ausgehend vom operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) werden die Ertragsteuern abgezogen, die Abschreibungen wieder hinzugerechnet und notwendige Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen in Abzug gebracht. Die daraus resultierenden Free Cash Flows werden mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) diskontiert, wodurch sich der Gesamtwert des Unternehmens ergibt. Vom ermittelten Unternehmenswert ist anschließend der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abzuziehen, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.

2.2.3.1.2 *Nettoverfahren (Equity-Ansatz)*

Im Gegensatz dazu steht der Equity-Ansatz, bei dem ausschließlich jene Cash Flows berücksichtigt werden, die den Eigenkapitalgebern nach Abzug aller Zahlungsverpflichtungen gegenüber Fremdkapitalgebern verbleiben. Die sogenannten Free Cash Flows to Equity beinhalten daher auch Tilgungsleistungen und Neuaufnahmen von Fremdkapital. Sie werden mit den spezifischen Eigenkapitalkosten diskontiert, wodurch direkt der Wert des Eigenkapitals ermittelt wird.

2.2.3.2 Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren, das den Unternehmenswert durch Abzinsung jener Überschüsse bestimmt, die alternativ in eine risikoarme Kapitalanlage investiert werden könnten, stellt die DCF-Methode auf die Kapitalkosten des Unternehmens selbst ab. Diese werden als jene Entgelte verstanden, welche die Eigen- und Fremdkapitalgeber für die Bereitstellung des eingesetzten Kapitals fordern. Dementsprechend sind die freien Cash-

Flows mit einem Zinssatz zu diskontieren, der den tatsächlichen Kapitalkosten des Unternehmens entspricht. Der sich daraus ergebende Diskontierungssatz – der sogenannte WACC (Weighted Average Cost of Capital) – reflektiert somit die unternehmensindividuelle Kapitalstruktur durch eine gewichtete Berücksichtigung von Eigen- und Fremdkapitalkosten.

Die Ermittlung der Kapitalkosten erfolgt regelmäßig unter Rückgriff auf empirische Kapitalmarktdaten vergleichbarer Unternehmen. Die Fremdkapitalkosten werden dabei häufig aus beobachtbaren Anleiherenditen oder den Konditionen vergleichbarer Bankverbindlichkeiten abgeleitet. Zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten verweist die finanzwirtschaftliche Literatur auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM), welches die erwartete Rendite eines Investors als Summe eines risikolosen Kapitalmarktzinses und einer unternehmensspezifischen Risikoprämie berechnet. Letztere setzt sich aus einer allgemeinen Marktrisikoprämie – d. h. der Differenz zwischen der erwarteten Rendite einer Aktienanlage und jener einer risikolosen Staatsanleihe – und dem sogenannten Beta-Faktor zusammen.

Der Beta-Faktor spiegelt die Volatilität bzw. das Risiko des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zum Gesamtmarkt wider. Bei nicht börsennotierten Unternehmen erfolgt dessen Ableitung typischerweise auf Basis börsennotierter Vergleichsunternehmen.

Zusammenfassend berechnen sich die Eigenkapitalkosten im Rahmen des CAPM als Summe aus dem risikolosen Zinssatz und einem Risikoaufschlag, der die spezifische Unsicherheit des betrachteten Unternehmens im Vergleich zum Kapitalmarkt abbildet. Der auf dieser Basis ermittelte WACC enthält die mit den Marktwertanteilen gewichteten Renditeanforderungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern und bildet somit die zentrale Bezugsgröße für die Diskontierung im Rahmen des DCF-Verfahrens.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Ertragswertverfahren und der Equity-Ansatz des DCF-Verfahrens – trotz unterschiedlicher methodischer Herleitungen – bei identischen Planannahmen und gleicher Herleitung der Eigenkapitalkosten zu konsistenten Ergebnissen führen. Die Wahl des Verfahrens orientiert sich somit nicht ausschließlich an theoretischen Präferenzen, sondern maßgeblich an den Bewertungszielen, der verfügbaren Datenlage sowie der herrschenden Bewertungspraxis. Beide Methoden sind bei sachgerechter Anwendung geeignet, den ökonomischen Wert eines Unternehmens aus Sicht der Eigentümer abzubilden. Damit schließt sich der Kreis der dargestellten Bewertungsansätze und unterstreicht die Bedeutung einer nachvollziehbaren und einheitlichen Ableitung der zentralen Bewertungsparameter als Voraussetzung für eine konsistente und belastbare Unternehmensbewertung.

3 BEWERTUNG DES UNTERNEHMENS

3.1 RECHTLICHE VERHÄLTNISSE

Aus der Bewertung des ganzen Unternehmens Rasante GmbH kann der Geschäftsanteil des einzelnen Gesellschafters abgeleitet werden. Bewertet wird eine Kapitalgesellschaft, die mit Gesellschaftsvertrag vom 21.02.2014 und Firmenbucheintragung vom 19.03.2014 entstanden ist. Sitz und Geschäftsleitung der Gesellschaft befinden sich in Innsbruck. Der Gegenstand der Gesellschaft umfasst die Abdichtung und Bauschutz, insbesondere die Bauwerksabdichtung in Tunneln.

Die Geschäftsführung der Rasante GmbH besteht derzeit aus einem handelsrechtlichen Gesellschafter-Geschäftsführer, Herrn Lentini Antonio (beteiligt mit 66,6667%), vertritt seit 19.03.2014 selbständig.

Das Kapital beträgt EUR 10.020, wovon € 8.350,-- einbezahlt sind.

3.2 WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG 2019 BIS 2024

Die Rasante GmbH ist ein Dienstleistungsbetrieb, dem Bereich des Bauhilfsgewerbes zuzuordnen und hat sich spezialisiert auf die Bauwerksabdichtung und Verkleidung in Tunneln.

3.3 BRANCHENSPEZIFISCHE BESONDERHEITEN

Die Rasante GmbH unterliegt einer projektbezogenen Auftragsabwicklung mit stark schwankender Kapazitätsauslastung je nach Baustellenlage und Auftragsvolumen und arbeitet nicht mit wiederkehrenden, langfristigen Verträgen, sondern lebt von Einzelaufträgen, die laufend neu akquiriert werden müssen.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Vergangenheitswerte in TEUR der Rasante GmbH. Anzumerken ist, dass auch die buchhalterische Saldenliste Jänner bis April 2025 berücksichtigt wurde, aus der der Rückgang der derzeitigen Auftragslage verdeutlicht wird. Der Personalaufwand lag branchenüblich in Bezug zum Umsatz weit über 50 Prozent. Die Ergebnisse der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit waren in den Geschäftsjahre 2019 und 2022 negativ, 2023 und 2024 positiv (Legende: EGT = Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit; KÖSt = Körperschaftsteuer; CF = Cash-Flow; UV = Umlaufvermögen; ZÜ = Zahlungsüberschuss)

	01.01.-31.12. 2019 in TEUR		01.01.-31.12. 2022 in TEUR		01.01.-31.12. 2023 in TEUR		01.01.-31.12. 2024 in TEUR		01.01.-30.04. 2025 in TEUR	
Umsatzerlöse	442	100%	119	100%	921	100%	914	100%	239	100%
- Materialaufwand	-24	5%	-2	2%	-22	2%	-16	2%	-4	2%
- Personalaufwand	353	-80%	107	-90%	652	-71%	689	-75%	189	-79%
- Abschreibungen	-5	-1%	-3	-3%	-6	-1%	-8	-1%	-4	-2%
- sonst betriebl Aufwand	114	-26%	-48	-40%	132	-14%	114	-12%	-28	-12%
- Zinsaufwand	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
= EGT	-54	-12%	-41	-34%	109	12%	87	10%	14	6%
- KÖST	-2		-2		-27		-20		-3	
= Jahresüberschuss	-56		-43		82		67		11	
+ Abschreibungen	5		3		6		8		4	
= CF Ergebnis	-51		-40		88		75		15	
+/- Veränd Netto-UV	0		0		0		0		0	
- Investition	-10		-9		-5		-11		-9	
- Bankverbindlichkeiten	0		0		0		0		0	
= ZÜ (Free CF)	-61		-49		83		64		6	

Aus den Vergangenheitswerten ist ersichtlich, dass jeder Bauauftrag in Umfang, Laufzeit und Anforderungen unterschiedlich ist, und es gibt keine Garantie, dass nach Projektabschluss direkt der nächste Auftrag folgt. In der Vergangenheit zeigte sich, dass oft Monate zwischen den Bauaufträgen gelegen sind. Im Jahr 2025 wurde die letzte Baustelle bereits Mitte Februar abgeschlossen. Anschließend lagen bis einschließlich Mitte Mai keine weiteren Projekte vor, was die Unsicherheit hinsichtlich einer verlässlichen Umsatz- und Ergebnisplanung zusätzlich erhöht.

Das starke Schwanken der Umsätze resultiert aus ihrer Abhängigkeit von:

- der Auftragslage am Markt zB Konjunktur, Investitionsbereitschaft
- der Wettbewerbssituation (Ausschreibungen, Preisdruck)
- und der Fähigkeit, neue Projekte erfolgreich zu akquirieren.

Diese Faktoren machen es schwer, verlässliche Umsatzprognosen zu treffen – vor allem im Vergleich zu Unternehmen mit Abo-Modellen oder wiederkehrenden Einnahmen. Auch die weiteren Auswirkungen der Ukraine-Krise auf die Entwicklung des Unternehmens in den

nächsten Jahren, kann noch nicht abgeschätzt werden. Aus diesen Gründen, vor allem der projektbasierten Geschäftstätigkeit und der damit verbundenen Unsicherheit bei der Projektakquise, war es dem Geschäftsführer nicht möglich, eine belastbare integrierte Unternehmensplanung im Sinne einer mehrjährigen Planungsrechnung zu erstellen. Es bestehen keine langfristigen Verträge, und der Zeitpunkt sowie das Volumen zukünftiger Aufträge sind im Voraus nicht verlässlich abschätzbar. Eine klassische Planungsrechnung konnte daher nicht vorgelegt werden.

Wie in den Grundsätzen des Fachgutachtens KFS/BW 1 vorgesehen, kann in solchen Fällen auf eine **Planungsrechnung auf Basis historischer Werte** zurückgegriffen werden, sofern diese sachgerecht und plausibel abgeleitet wird. Dieser sogenannte **indirekte Planungsansatz** ist vor allem bei kleineren, inhabergeführten Betrieben mit begrenzter Planungsinfrastruktur als zulässig anerkannt. Auf Basis der vorliegenden Informationslage sowie der branchenspezifischen Gegebenheiten wurde im gegenständlichen Fall das **vereinfachte Ertragswertverfahren gemäß KFS/BW 1** als sachgerechtes Verfahren zur Unternehmensbewertung ausgewählt. Diese Methode erlaubt eine Ableitung des Unternehmenswerts anhand pauschalierter finanzmathematischer Annahmen und betriebswirtschaftlicher Durchschnittswerte bei gleichzeitigem Verzicht auf eine detaillierte Planungsrechnung. Sie stellt ein bewährtes Bewertungsinstrument dar, das vor allem dann zur Anwendung kommt, wenn **aus objektiven Gründen keine realistische Zukunftsplanung** erstellt werden kann. Daher wurden die zukünftigen finanziellen Überschüsse anhand einer fundierten Vergangenheitsanalyse wie dies im Punkt 4.4.1.3 (Vergangenheitsanalyse) und im Punkt 4.4.1.6 (Mangelhafte oder fehlende Planungsrechnung) des KFS/BW1 vorgesehen ist, hergeleitet. Ergänzt wird diese methodische Grundlage durch die Empfehlung KFS/BW1E5 (Jänner 2017), welche die Anwendung eines vereinfachten Ertragswertverfahrens auf Basis historischer Durchschnittswerte bestätigt.

Daher wurde gemäß dem Fachgutachten KFS BW1 die Umsatz- und Kostenentwicklung auf Basis durchschnittlicher historischer Ist-Werte sowie durchschnittlicher Verhältnisse (zB Umsatz zu Personalkosten, Nöchtigungskosten etc) abgeleitet. Des Weiteren wurden die so ermittelten Ertragswerte um Inflationsanpassungen, Investitionsbedarfe und unternehmensspezifische Faktoren bereinigt (vgl Heaseler/Prütting, „Unternehmensbewertung in der Praxis“ (2019). Sondereffekte und Ausreißerjahre wurde eliminiert, um eine möglichst realistische nachhaltig erzielbare Ertragslage abzubilden. Aufgrund der unvollständigen Planungsdaten konnte keine verlässliche Prognose des Working Capitals erstellt werden. Diese Vorgehensweise entspricht den Vorgaben des KFS/BW1, wonach bei Fehlen

detaillierter Planungsrechnungen auf eine gesonderte Berücksichtigung des Working Capital verzichtet werden darf und ist insbesondere im Bauhilfsgewerbe mit stark schwankender Auslastung und hoher Projektvolatilität sachgerecht. Die künftigen Einzahlungsüberschüsse wurden somit anhand inflationsbereinigter Durchschnittswerte der Vergangenheit ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz basiert auf dem CAPM-Ansatz und enthält zusätzliche individuelle Risikozuschläge.

3.4 PROGNOSE DER ZUKÜNFTIGEN ERFOLGE

3.4.1 Prognose der zukünftigen Umsatzerlöse

Als Basis der prognostizierten Umsätze wurde der Durchschnitt der Umsatzerlöse 2019 bis 2024 herangezogen, wobei die Jahre 2020 und 2021 aufgrund von Corona nicht in die Durchschnittsberechnung einbezogen werden. Ebenso nicht berücksichtigt werden Erträge, die in der Vergangenheit nur einmalig erzielt wurden sowie außerordentliche und nicht betriebstypische Einnahmen, die nicht aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit resultieren. Der auf Basis des langjährigen Durchschnitts ermittelte Umsatz für das Planjahr wird zusätzlich um 3% angepasst, um inflations- und wachstumsbedingten Entwicklungen Rechnung zu tragen.

Das Jahr 2019 wurde ausschließlich deswegen einbezogen, da es hinsichtlich der Umsatzhöhe in Bezug auf die Vergangenheit (der Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2018 entspricht dem Jahr 2019) repräsentativ war und sich im typischen Rahmen des Unternehmens entwickelte. Derzeit ist in der aktuellen wirtschaftlichen Lage der Baunebenbranche eher mit einem sehr zurückhaltenden Wachstum der zukünftigen Umsätze zu rechnen. Das spiegelt sich auch in der Saldenliste Jänner bis April 2025 des Unternehmens wider, da die aktive Bautätigkeit für 3 Monate ruhte. Der Umsatz für diesen Zeitraum beläuft sich daher nur auf TEUR 239 Umsatz und liegt um rund TEUR 120 unter jenem des Vergleichszeitraums im Jahr 2024. Dies dokumentiert die deutlich abgeschwächte Geschäftsentwicklung. Grund dafür ist die anhaltende Rezession, die zu einer zurückhaltenden Investitionsbereitschaft bei gewerblichen und öffentlichen Auftraggebern führt. Steigende Baukosten, hohen Zinsen sowie Unsicherheiten in der Finanz- und Immobilienwirtschaft verschärfen diesen Trend zusätzlich. Viele geplante Bauprojekte werden verschoben oder ganz abgesagt. Für projektbasierte Bauunternehmen, die - wie die Rasante GmbH - als Subunternehmer tätig sind und lediglich nur einen einzigen Auftraggeber besitzen, erhöht sich das Risiko im Hinblick auf die kontinuierliche Sicherstellung neuer Aufträge. Denn nicht nur die Zahl der verfügbaren

Projekte nimmt ab, sondern auch der Wettbewerb um Aufträge wird deutlich härter. In Summe basiert die Umsatzannahme für das Planjahr auf einer konservativen und realitätsnahen Einschätzung, die sowohl der bisherigen Unternehmensentwicklung als auch den aktuellen Rahmenbedingungen Rechnung trägt.

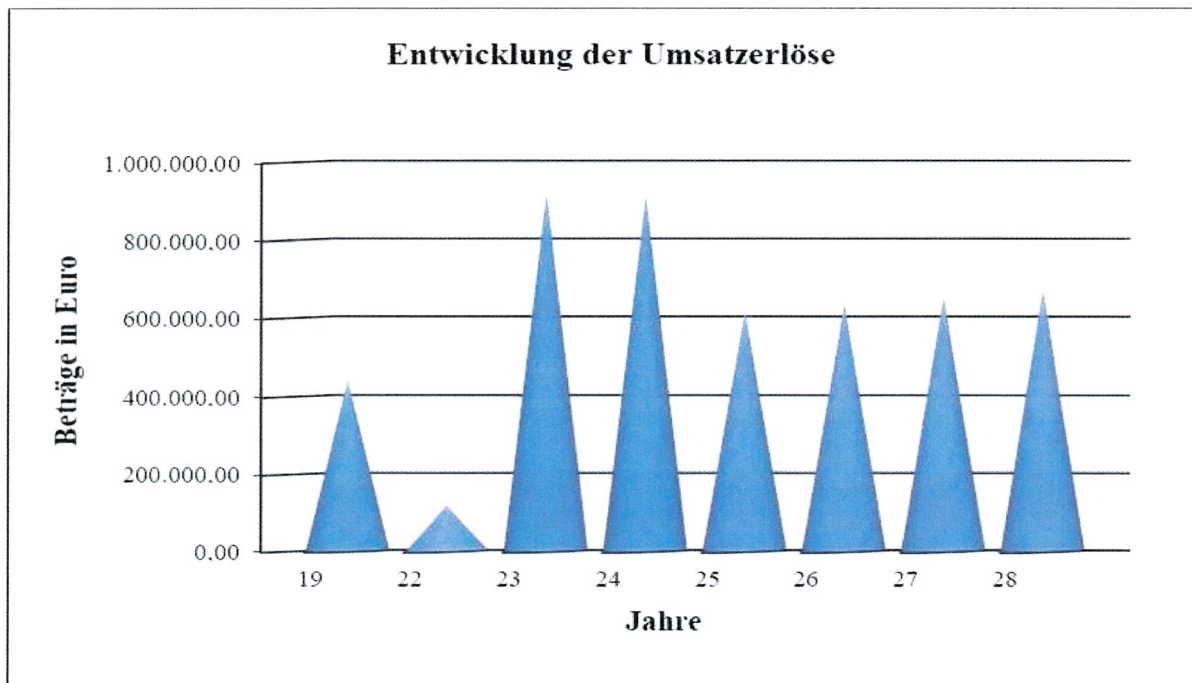


Abbildung 1: Übersicht über die Entwicklung der Umsätze

3.4.2 Prognose der zukünftigen Aufwendungen

Bei der Prognose der zukünftigen Aufwendungen stehen vor allem folgende Überlegungen im Vordergrund:

- Verursachen die geplanten Umsatzerlöse eine konstante künftige Kosten-Erlös-Relation?
- Ist umgekehrt bei geplanten veränderten Ausgaben mit einer Änderung der Umsätze zu rechnen?
- Muss mit einer Verminderung oder Vermehrung der Kosten-Erlös-Relation gerechnet werden?

In der Abbildung 2 ist die Entwicklung der gesamten Aufwände dargestellt. Entsprechend der letzten Jahre sind jährlich inflationsbedingte Anpassungen zu erwarten. Eine Kostenvermehrung im Bereich Material-, Personalaufwand und sonstiger betrieblicher Aufwand wird für die Folgejahre unterstellt.

Übersicht über die Aufwendungen

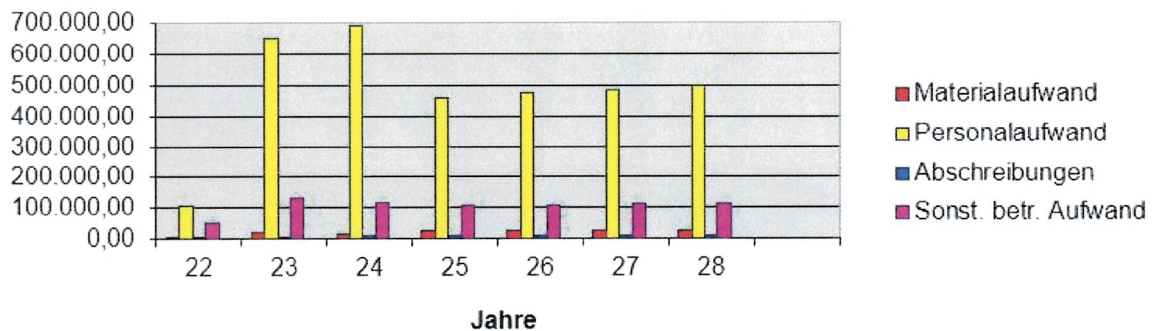


Abbildung 2: Übersicht über die Entwicklung der gesamten Aufwände

Die Abbildung 2 zeigt als größten Kostenblock den Personalaufwand. Dies entspricht der typischen Kostenstruktur projektorientierter Baudienstleister, bei denen der Personaleinsatz direkt an das Projektvolumen gekoppelt ist.

3.4.2.1 Prognose des Materialaufwandes

Der Posten Materialaufwand setzt sich im Wesentlichen aus Materialien, hauptsächlich Spritzbeton und den Kleinwerkzeugen wie Spachteln und dgl. zusammen. In der Vergangenheit belief sich der Materialeinsatz auf 2 – 5 % vom Umsatz, abhängig vom jeweiligen Bauvorhaben. Für die prognostizierten Jahre 2025 bis 2028 wird daher der Materialeinsatz aufgrund der aktuellen Inflationsentwicklung und der allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Höhe von 3,5% vom Umsatz berechnet.

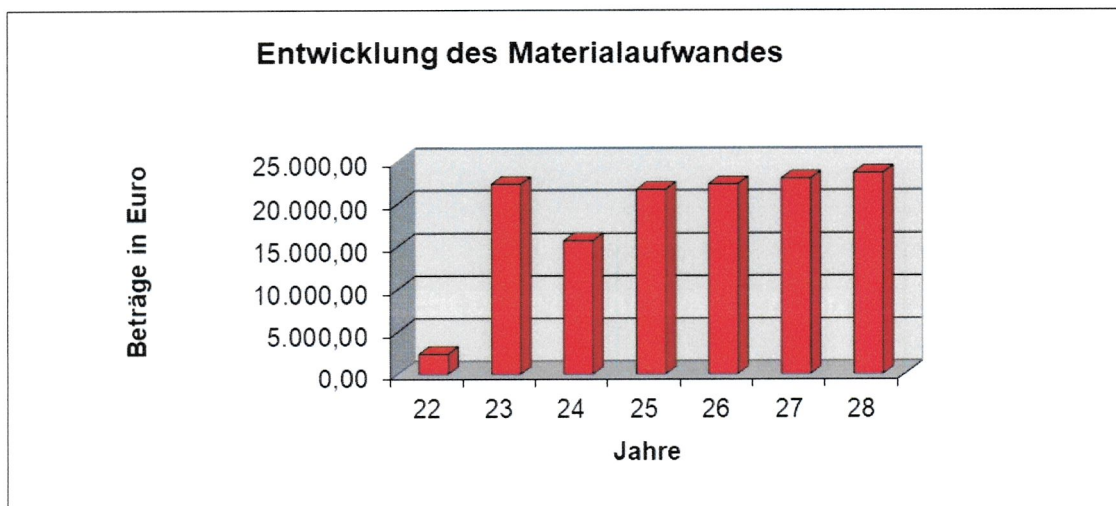


Abbildung 3: Entwicklung des Materialaufwandes

3.4.2.2 Prognose der Personalaufwendungen

Die Bauprojekte werden kurzfristig erhalten und individuell kalkuliert, daher wird der Personalbedarf flexibel und projektbezogen angepasst. Da Bauaufträge regelmäßig neu akquiriert werden, der Baustellenort laufend wechselt, mit Folgeaufträgen nicht gerechnet werden kann und zwischen einzelnen Projekten mitunter mehrere Monate ohne aktiven Baustellenbetrieb liegen, erfolgt die Rekrutierung des Personals überwiegend kurzfristig und bedarfsorientiert. Diese Struktur führt zu einem kontinuierlichen Personalwechsel. Ein fester Mitarbeiterstamm kann – abgesehen von wenigen Ausnahmen – wirtschaftlich nicht gehalten werden. Stattdessen wird für jedes Projekt ein neues Team zusammengestellt, häufig unter Rückgriff auf bewährte externe Arbeitskräfte aus dem Ausland, dessen Sprache der Geschäftsführer spricht. Sodann ist der Geschäftsführer gezwungen, Personal laufend einzuschulen und anzuleiten. In der Planung wurden diese Gegebenheiten durch eine variable Personalaufwandsquote für die Arbeiter und Angestellten berücksichtigt. Dabei wurde das Verhältnis von Personalaufwand zum Umsatz auf Basis der Vorjahreswerte analysiert.

	2022		2023		2024		Durchschnitt
	in TEUR		in TEUR		in TEUR		
Umsatz	119	100%	921	100%	914	100%	100%
Löhne/Gehälter	44	37%	321	35%	346	38%	37%

Herangezogen werden die Jahre 2022 bis 2024, da in diesen Jahren die Personalkosten für Arbeiter und Angestellte aufgrund der Inflation erheblich angestiegen sind. Die vergangenen Daten zeigen eine durchschnittliche Personalaufwandsquote von 36,62% im Zeitraum der letzten drei Geschäftsjahre 2022 bis 2024. In diesem Zeitraum war ein signifikanter Anstieg der Personalaufwendungen zu verzeichnen, der im Wesentlichen auf inflationsbedingte Lohn- und Gehaltssteigerungen zurückzuführen ist. Die Lohnkosten für die Folgejahre werden daher in Relation zum Verhältnis von Umsatz zu Lohnkosten der Jahre 2022 bis 2024 prognostiziert.

	2022		2023		2024		Durchschnitt
	in TEUR		in TEUR		in TEUR		
Löhne u Geh	44	100%	321	100%	346	100%	100%
SV, DB, DZ, Kommst	14	32%	96	30%	108	31%	31%
BUAK	13	30%	81	25%	77	22%	26%

Auf diesen direkten Lohnkostenanteil fallen zusätzlich gesetzliche Lohnnebenkosten in Höhe von 31,61% an (entspricht 11,58% des Umsatzes), welche Sozialversicherungsbeiträge, Dienstgeberabgaben sowie sonstige umlagepflichtigen Aufwendungen umfassen. Darüber hinaus sind Beiträge zur Bauarbeiter-Urlaubs- und Abfertigungskasse (BUAK) in Höhe von

25,32% der Lohnkosten zu leisten (entspricht 9,27% des Umsatzes). Diese müssen zusätzlich berücksichtigt werden, da sie eine branchenspezifische Zusatzbelastung darstellen. Daraus ergibt sich ein gesamter Aufwand für Arbeiter und Angestellte in Höhe von 57,47%. Im Rahmen der Planung ist auch der Geschäftsführerbezug zu berücksichtigen, welcher mit 15% des jeweiligen Jahresumsatzes angesetzt wurde. Durch die besondere operative Rolle des Geschäftsführers, die eine starke Einbindung des Geschäftsführers in den laufenden Geschäftsbetrieb erfordert, ist die Vergütung als angemessen und marktüblich einzustufen, zumal sie auch leistungsbezogenen Komponenten berücksichtigt. Die darauf entfallenden Lohnnebenkosten betragen 7,1% des Geschäftsführergehalts, was zusätzlich 1,06% des Umsatzes entspricht. Der Gesamtaufwand inklusive Geschäftsführung beläuft sich somit auf 73,53%. Die Gesamtpersonalaufwandsquote wurde für die Folgejahre mit 73,53% des prognostizierten Jahresumsatzes angesetzt. Die insgesamt hohe Personalaufwandsquote in Höhe von 73,53% des Umsatzes ergibt sich nicht nur aus den tariflich und gesetzlich bedingten Lohnnebenkosten und Umlagen, sondern ist auch betriebsstrukturell und projektbedingt begründet. Das Unternehmen ist auf die rasch und terminkritisch zu realisierende Abwicklung von Bauprojekten spezialisiert. Um kurze Projektlaufzeiten einzuhalten, sind regelmäßig Überstunden, Nacharbeit und Wochenendarbeit erforderlich, was zu einer spürbaren Steigerung der Lohnkosten führt. Zusätzlich trägt der laufende Wechsel von kurzfristig eingesetztem Personal zur Kostenerhöhung bei. Neu eingestellte Kräfte müssen in kurzer Zeit eingearbeitet werden, was nicht nur den Produktivitätsgrad senkt, sondern auch wiederholt administrative und organisatorische Aufwände verursacht. Diese Faktoren – hohe Personalfluktuation, projektbedingter Mehraufwand und eng getaktete Bauabläufe – führen insgesamt zu einer erhöhten Belastung der Personalquote. Durch die branchenspezifischen Gegebenheiten (kurze Projektlaufzeiten, wechselnde Einsatzorte, hoher Anteil an kurzfristig beschäftigten Personal) wird davon ausgegangen, dass diese Personalquote auch für die Folgejahre beibehalten wird. Ergänzend hierzu hat die Rasante GmbH die Arbeitskleidung für die Arbeiter zu stellen. Hier wird ein durchschnittlicher Aufwand von 1,4% der Lohnkosten für gewerbliches Personal und Geschäftsführer (entspricht 1% des Umsatzes) für die Folgejahre angesetzt, entsprechend dem Niveau des Vorjahres.

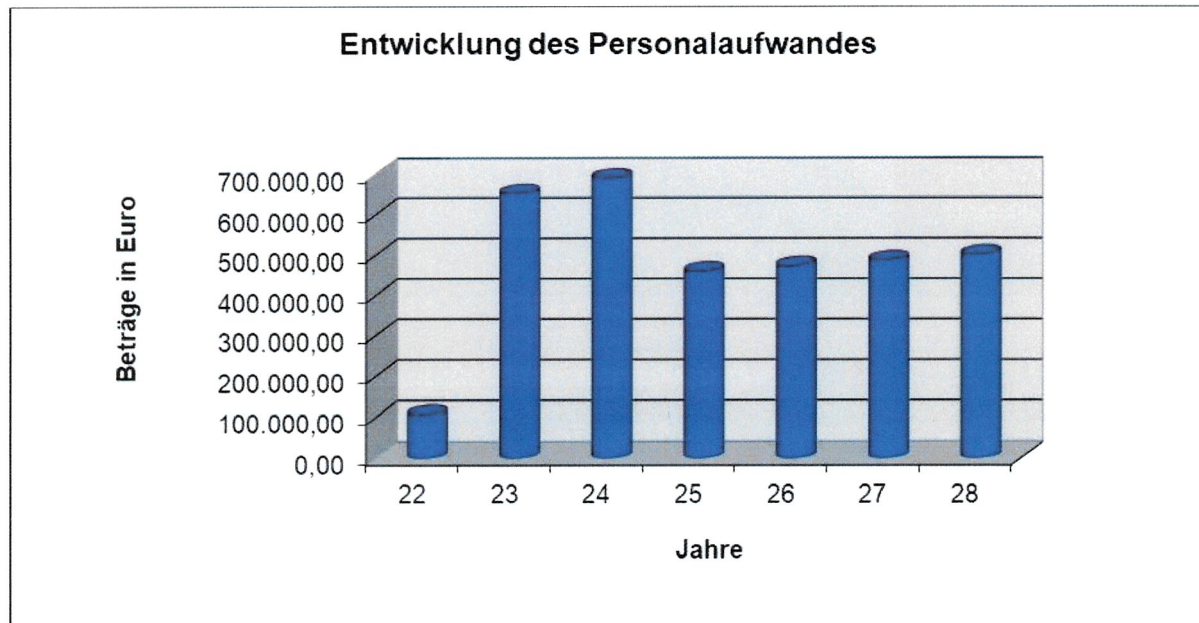


Abbildung 4: Entwicklung des Personalaufwandes 2022 bis 2028

Die Annahmen zum Personalaufwand erscheinen im Hinblick auf die Branchencharakteristik und die Unternehmensstruktur grundsätzlich plausibel. Als Dienstleistungsbetrieb im Bauhilfsgewerbe ist die Rasante GmbH stark personalintensiv geprägt. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass das Bauhilfsgewerbe stark saisonalen Schwankungen unterliegt, insbesondere in den Wintermonaten sowie bei wetterabhängigen Außeneinsätzen. Diese saisonbedingten Auslastungsschwankungen, dass beispielsweise bei gewissen Temperaturen die Arbeit nicht fortgesetzt werden kann, führt dazu, dass nicht alle Arbeitskräfte permanent produktiv eingesetzt werden können, jedoch als gewisser Mindestpersonalstand gehalten werden muss, um die Arbeit dann unter Termindruck, sobald die Temperaturen es zulassen, fertigzustellen. Ein weiterer kostentreibender Faktor ist der im Bauhilfsgewerbe typischerweise geringe Automatisierungsgrad. Die Leistungserbringung erfolgt überwiegend manuell mit hoher Personalintensität, wodurch sich der direkte Einfluss der Arbeitsstunden auf die Umsatzleistung erhöht. In der Praxis bedeutet dies, dass der Verrechnungssatz pro eingesetztem Mitarbeiter zwar kostendeckend kalkuliert ist, jedoch in Relation zur geleisteten Wertschöpfung pro Stunde ein geringerer Deckungsbeitrag entsteht als bei automatisierten oder maschinenunterstützten Gewerken.

Diese strukturellen Besonderheiten führen dazu, dass eine hohe Personalaufwandsquote im Bauhilfsgewerbe nicht als Effizienzschwäche, sondern als branchentypische Realität zu interpretieren ist. Sie bildet vielmehr die spezifischen Anforderungen dieses Dienstleistungssegments innerhalb der Bauwirtschaft realitätsnah ab.

3.4.2.3 Prognose der Abschreibungen und Investitionen

Das Fachgutachten KFS/BW1 schreibt zusätzlich zur Prognose des Abschreibungsaufwandes einen Investitionsplan vor. Dies ist insoweit verständlich, da sich die Abschreibungen aus den Investitionen ergeben. Daher sind vorerst die Investitionsvorgaben zu erläutern, aus denen die Abschreibungen folgen.

3.4.2.3.1 *Investitionen*

Für die Planjahre wird davon ausgegangen, dass lediglich Ersatz- und Erhaltungsinvestitionen erforderlich sind, um den Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. Somit beläuft sich die Reinvestitionsrate¹³ in die Betriebs- und Geschäftsausstattung gemäß dem durchschnittlichen Investitionsaufwand der letzten 3 Jahre. Dieser wird in der Planung um 3% jährlich angepasst, um den inflationsbedingten Kostensteigerungen Rechnung zu tragen.

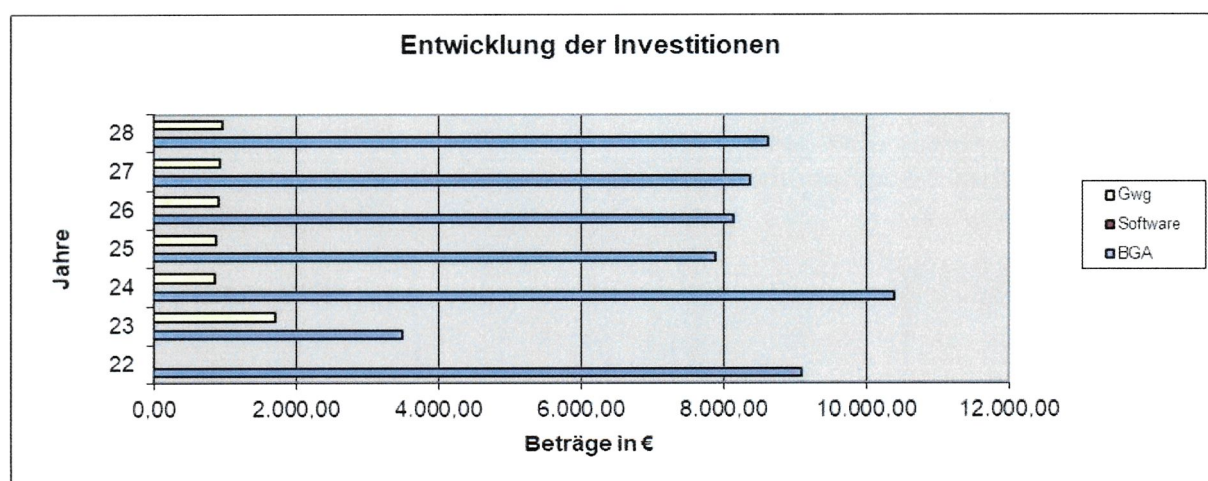


Abbildung 5: Investitionen in den Jahren 2022 bis 2028

Kurz zusammengefasst ergibt sich folgender Investitionsbedarf, der durch Finanzierungsmittel gedeckt werden soll, in Euro:

¹³ unter der Reinvestitionsrate werden jene erforderlichen Investitionen verstanden, die zur dauerhaften Erzielung der finanziellen Überschüsse notwendig sind

	Jahr 25	Jahr 26	Jahr 27	Jahr 28
<i>Neuinvestitionen</i>				
• GwG	€ 887,00	€ 913,61	€ 941,02	€ 969,25
• Betriebsausstattung	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
• EDV	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
• Maschinen	€ 7.897,74	€ 8.134,67	€ 8.378,71	€ 8.630,07
Gesamtsumme	€ 9.122,73	€ 9.396,41	€ 9.678,30	€ 9.968,65

Tabelle 1: Ermittlung des gesamten Investitionsbedarfs

Die Liquidität des Betriebes wird durch die gesamte Investitionssumme beeinträchtigt. Als Aufwendungen fallen hingegen nur die Abschreibungen dieser Investitionen an.

3.4.2.3.2 Abschreibungen

Durch die zuvor prognostizierten Investitionen sind in Abbildung 6 die Abschreibungen der nächsten Jahre ersichtlich.

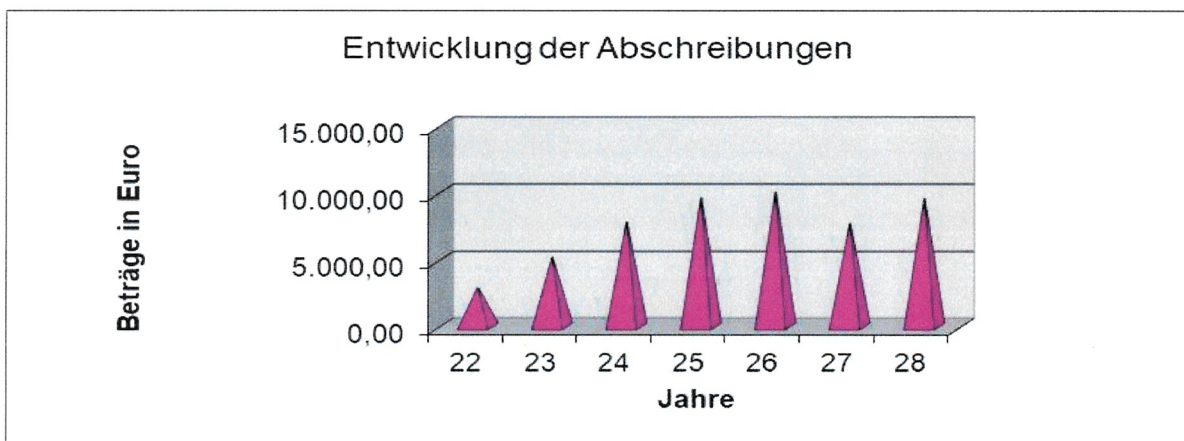


Abbildung 6: Entwicklung des Abschreibungsaufwandes

Daraus geht hervor, dass sich die planmäßigen Abschreibungen am bestehenden Anlagevermögen sowie an den für den Geschäftsbetrieb notwendigen erhaltenden Neuanschaffungen orientieren. Da keine wesentlichen Neuinvestitionen vorgesehen sind, werden die Abschreibungen in der Planung im Wesentlichen auf dem Niveau der Vorjahre fortgeschrieben. Für die Liquidität des Betriebes hat die Abschreibung keinerlei Auswirkung. In der Gewinn- und Verlustrechnung hingegen sind die Konsequenzen hoher Abschreibungsraten in Form eines verringerten Gewinnes ersichtlich.

Bei den Abschreibungen aus geringwertigen Wirtschaftsgütern wird unternehmensrechtlich die steuerliche Sofortabschreibung geltend gemacht. Nach § 13 EStG dürfen geringwertige

Vermögensgegenstände, die einen Nettowert von 1.000,-- Euro nicht übersteigen, sofort abgeschrieben werden.

Für die Investitionen zur Erhaltung des Geschäftsbetriebes wird eine vierjährige Nutzungsdauer wie in der Vergangenheit unterstellt.

3.4.2.4 Prognose der sonstigen betrieblichen Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Betriebes bestehen im Wesentlichen aus umsatzabhängigen Kosten, darunter fällt der Aufwand für die Reise- und Nächtigungskosten der Arbeiter am Baustellenort. Der restliche Teil des sonstigen Aufwandes setzt sich aus regelmäßig wiederkehrenden Kosten zusammen, die zur Aufrechterhaltung des operativen Geschäftsbetriebes erforderlich sind. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

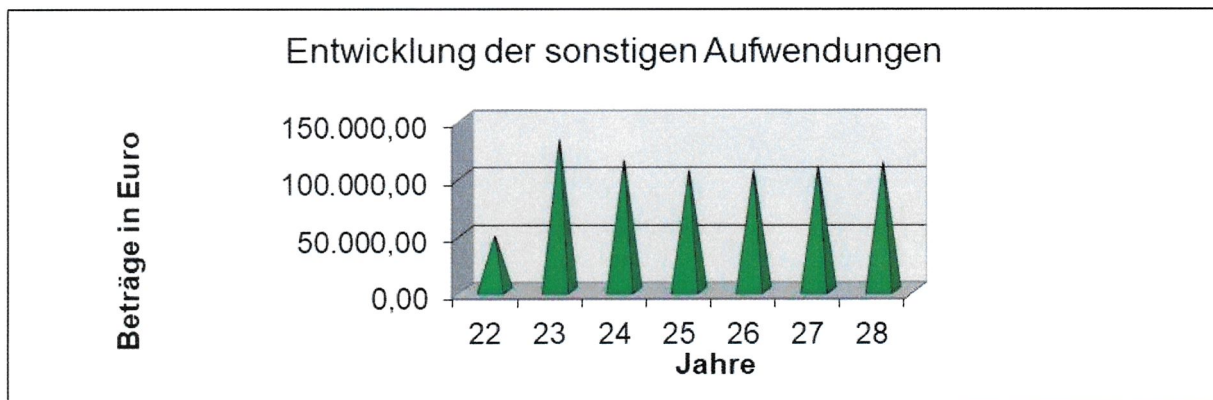


Abbildung 7: Entwicklung der sonstigen betrieblichen Aufwende

Die Summe der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wird wie folgt prognostiziert.

3.4.2.4.1 *Reise- und Nächtigungskosten*

Die Reise- und Nächtigungskosten stehen in direktem Zusammenhang mit der betrieblichen Tätigkeit am Baustellenort und sind fixer Bestandteil der betrieblichen Leistungserbringung. Sie weisen eine direkte Korrelation zum Umsatz auf. Entlang der vergangenen drei Geschäftsjahre werden die Reise – und Nächtigungskosten für die Planjahre mit durchschnittlich 8,3% des Umsatzes angesetzt. Sie entwickeln sich entsprechend proportional zur Umsatzentwicklung.

3.4.2.4.2 *Übrige sonstigen betrieblichen Aufwendungen*

Die übrigen betrieblichen Aufwendungen bestehen aus Mietaufwendungen, Beratungskosten, KFZ-Kosten, Leasingraten, Verwaltungskosten, Geldverkehrspesen, Telefonkosten sowie

sonstige Aufwendungen. Für die Planung der Folgejahre wird der Durchschnitt der letzten 3 Jahre als Basis herangezogen. Zur Abbildung der allgemeinen Preissteigerung erfolgt eine jährliche Anpassung um 3% Inflation. Von einer strukturellen Veränderung der Kostenpositionen kann nicht ausgegangen werden.

	2022 in TEUR	2023 in TEUR	2024 in TEUR	2025 in TEUR	2026 in TEUR	2027 in TEUR	2028 in TEUR
Miete	6	10	6	7	8	8	8
Beratung	11	22	15	17	17	18	18
KFZ	8	19	25	17	18	19	19
Leasing	5	5	3	4	4	5	5
Verwaltung	4	8	3	5	6	6	6
Bankspesen	2	2	2	1	2	2	2
Sonst Aufwand	1	1	1	1	1	1	1
Telefon	0	1	1	1	1	1	1
Reisekosten	14	64	59	51	53	54	56
	51	132	115	104	110	114	116

3.4.2.5 Prognose der Finanzen und Zinsaufwendungen

Jede Ertragswertrechnung muss dem Finanzierungsvolumen des Betriebes Rechnung tragen. Die Zinsaufwendungen geben Auskunft über die künftige Finanzierungssituation des Unternehmens.

Bei der Aufnahme von Fremdkapital kommt es zur Erhöhung der Zinsbelastung, folglich zu einer Verschlechterung der Finanzierungssituation sowie zu einem erhöhten Risiko für Eigen- und Fremdkapitalgeber und vice versa.

Die prognostizierten Finanzierungsannahmen haben Auswirkungen auf den Ertragswert. Aus Gründen der Praktikabilität wird die Finanzplanung nur auf die wesentlichen Vorgänge beschränkt.

Für die Planjahre ist kein Zinsaufwand zu prognostizieren, da das Unternehmen über ausreichend Liquidität verfügt und kein Fremdkapital zur Finanzierung benötigt wird. Die laufenden Ersatz- und Erhaltungsinvestitionen werden ausschließlich aus dem bestehenden Guthaben des Girokontos bestritten. Eine Kreditaufnahme ist weder erforderlich noch geplant.

Da das Girokonto darüber hinaus überwiegend einen positiven Stand zeichnet, wurde an Zinsen hierfür nichts angesetzt.

3.4.3 Schlussfolgerung

Zusammenfassend zeigen sich folgende Entwicklungen bei den einzelnen Aufwandsarten:

- Erhöhung des variablen Materialeinsatzes entlang der Inflation
- Entwicklung der Personalaufwendungen proportional zum Umsatz
- Gleichbleibender Verlauf der Abschreibungssummen
- Leicht ansteigender Verlauf durch konjunkturbedingte Anpassungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen

3.5 ERMITTLUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES FÜR DIE RASANTE GMBH

Der Kapitalisierungszinssatz stellt eine fundamentale Grundlage bei der Unternehmensbewertung dar. Er definiert die erforderliche Rendite, die ein Investor für sein eingesetztes Kapital erwartet und spiegelt damit sowohl das allgemeine Zinsniveau als auch die mit spezifischen Bewertungsobjekt verbundenen Risiken wider. Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes erfolgt unter Berücksichtigung verschiedener Einflussfaktoren.

Grundlage bildet der risikofreie Basiszinssatz. Er repräsentiert die Rendite, die ein Investor für eine Anlage ohne Ausfallrisiko über einen definierten Zeitraum (meist langfristig, zB 30 Jahre) erwarten kann. In der Praxis wird hierfür der Basiszinssatz häufig durch die Rendite sicherer Staatsanleihen (zB Bundesanleihen) zum Bewertungsstichtag bestimmt.

Gemäß Randziffer 104 des Fachgutachtens KFS/BW 1 ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen. Der Zinssatz ist unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum Bewertungsobjekt aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve herzuleiten, welche auf der Bewertung von am Kapitalmarkt gehandelten, staatlich garantierten Wertpapieren wie Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen beruht.

Die Bewertungspraxis folgt hierbei der Empfehlung der Arbeitsgruppe, den Basiszinssatz zukunftsorientiert anhand der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen unter Anwendung der sogenannten Svensson-Methode zu bestimmen. Diese mathematisch-statistische Methode ermöglicht eine plausible Annäherung an die vollständige Zinsstrukturkurve. Daraus resultieren in der Regel periodenspezifische Basiszinssätze, welche in die jeweilige Ableitung der Eigenkapitalkosten einzubeziehen sind.

Für Bewertungsobjekte mit einer unterstellten unbegrenzten wirtschaftlichen Lebensdauer wird in der Praxis regelmäßig die Anwendung einer einheitlichen Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren als sachgerechte Näherung akzeptiert. Diese Annahme gilt sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die Grobplanungs- und Rentenphase, sofern keine spezifischen Abweichungen erkennbar sind.

Datum	Laufzeit*	Beta0	Beta1	Beta2	Beta3	Tau1	Tau2	spot rate für 30 *) Jahre Laufzeit
								% pa
30.04.25	30	0,70176	1,40122	0,03863	7,29727	0,73800	12,93449	2,86

Die laut KSW mit 30. April 2025 veröffentlichte Sptrate beträgt 2,86%. Sie spiegelt die Rendite wider, die ein Anleger für eine sichere Investition mit festgelegter Laufzeit erhält, wenn er das Geld zum Zeitpunkt April 2025 anlegt. Der Basiszinssatz bildet jedoch nur den risikofreien Teil der erwarteten Rendite ab. Um den unternehmerischen Risiko Rechnung zu tragen, wird der Basiszinssatz im Rahmen des Capital Asset Pricing Model (CAPM) um eine risikoadjustierte Marktrisikoprämie ergänzt. Die Prämie bezeichnet die zusätzliche Rendite, die Investoren als Ausgleich für das Risiko verlangen, das mit Investitionen in den Gesamtmarkt (zB Aktienmarkt) gegenüber einer risikofreien Anlage verbunden ist. Sie stellt somit den „Aufschlag“ auf den risikofreien Basiszins dar. Zur Höhe der Marktrisikoprämie wird in Rz 105 KFS/BW 1 auf die einschlägigen Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung verwiesen. Nach dem CAPM ist die Marktrisikoprämie zukunftsorientiert als erwartete Marktrisikoprämie zu bestimmen. Nach Ansicht der Arbeitsgruppe können Anhaltspunkte für die Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie im derzeitigen Marktumfeld u.a. aus Erhebungen zu sog. impliziten Marktrisikoprämien bzw. impliziten Marktrenditen gewonnen werden. Implizite Marktrisikoprämien werden grundsätzlich stichtagsbezogen aus den Marktpreisen börsennotierter Unternehmen und den Markterwartungen (Analystenschätzungen) für zukünftige Gewinne abgeleitet. Die implizit erwartete Marktrisikoprämie wird dabei als Differenz zwischen der erwarteten (impliziten) Rendite eines Aktienportfolios (implizite Marktrendite) und dem Basiszins ermittelt.

Die Arbeitsgruppe hält es für sachgerecht, sich derzeit bei der Festlegung der erwarteten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) an einer Bandbreite für die erwartete nominelle **Marktrendite von 6% bis 8%** zu orientieren. Die erwartete Marktrisikoprämie ist auf dieser Grundlage in Abhängigkeit vom Basiszins stichtagsbezogen festzulegen, woraus in Zeiten

niedriger Basiszinssätze entsprechend höhere Marktrisikoprämien resultieren (und umgekehrt). Die Marktrisikoprämie für die Rasante GmbH wurde mit 6,25% angesetzt. Dies entspricht der Empfehlung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer gemäß dem Fachgutachten KFS/BW1. Die Höhe orientiert sich an langfristigen empirischen Durchschnittswerten für die Mehrrendite des Aktienmarktes gegenüber risikofreien Staatsanleihen und wird als branchenübergreifender Standardwert bei der Anwendung des Capital Asset Pricing Model herangezogen.

Die Marktrisikoprämie wird mit dem Betafaktor multipliziert. Der Betafaktor bildet das Risiko des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum durchschnittlichen Risiko des Portfolios ab. Das Portfolio müsste grundsätzlich alle Anlageklassen enthalten. Da aber Messungen des Risikos von Grundbesitz, Gold etc. nicht adäquat zu den Messungen bei börsennotierten Unternehmen möglich sind, wird vereinfacht ein Aktienportfolio zu Grunde gelegt.

Ein Betafaktor von 1,0 des Unternehmens weist ein gleich hohes Risiko wie das Risiko des Portfolios aus. Liegt der Betafaktor unter 1,0 ist das Risiko kleiner und umgekehrt bei über 1,0 größer. Durch die Multiplikation des Betafaktors mit der Marktrisikoprämie steigt bei einem Faktor von über 1,0 der Kapitalisierungszinssatz über den Zinssatz des Portfolios und die Abzinsung der finanziellen Überschüsse führt bei dem Unternehmen zu einem niedrigeren Unternehmenswert als bei einem Unternehmen mit einem Betafaktor von 1,0 (bei identischen finanziellen Überschüssen). Ein höheres Risiko bewirkt dementsprechend einen niedrigeren Unternehmenswert. Der Betafaktor wird im Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet, um die Eigenkapitalkosten zu berechnen. Er hilft, das Risiko eines Unternehmens systematisch zu bewerten und so einen angemessenen Risikoaufschlag zu bestimmen.

Für die Rasante GmbH ist ein überdurchschnittlich hoher Betafaktor sachgerecht und nachvollziehbar begründet. Die Rechtfertigung ergibt sich insbesondere aus folgenden Umständen: Das Unternehmen gehört zur Kategorie kleinster nicht börsennotierter Unternehmen, für die empirisch nachgewiesen ist, dass sie höhere Renditeforderungen der Kapitalgeber auslösen. Kleine Unternehmen weisen typischerweise höhere Ertragsvolatilität, schlechtere Diversifikationsmöglichkeiten und geringe Widerstandskraft gegenüber Marktschwankungen auf. Weiters hängt die komplette Ertragskraft am Geschäftsführer. Es besteht kein institutionalisierter Vertrieb, keine systematische Kundengewinnung und keine dokumentierte Betriebsorganisation. Ein Betafaktor nahe 1 wäre nur gerechtfertigt, wenn das Unternehmen unabhängig von Schlüsselpersonen funktionsfähig wäre - das ist hier nicht der Fall. Darüber hinaus gibt es keine wiederkehrenden Cashflow, keine langfristigen Verträge

oder Aufträge, keine Marke, keine technischen Schutzrechte oder sonstigen stabilisierenden Faktoren. Das Unternehmen ist somit stärker marktabhängig und reagiert sensibler auf Konjunktur- und Branchenzyklen. Und letztlich ist das Unternehmen mangels institutioneller Struktur für potentielle Investoren kaum veräußerbar. Auch das erhöht das Risiko aus Investorensicht und rechtfertigt ein höheres Beta als 1. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich aufgrund der hohen Personenabhängigkeit, der fehlenden Unternehmensstruktur, der geringen Unternehmensgröße sowie der mangelnden Übertragbarkeit der Erträge ein erhöhter Betafaktor im Bereich von 1,3 für das vorliegende Unternehmen angemessen. Dies spiegelt das überdurchschnittlich hohe systematische Risiko des Unternehmens gegenüber dem Markt wider und wird bei der Ableitung der Eigenkapitalkosten entsprechend berücksichtigt.

Wie schon eingangs angeführt, werden die Eigenkapitalkosten unter Anwendung des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) ermittelt. Die der Berechnung zugrunde liegenden Komponenten sind in nachstehender Tabelle dargestellt:

Komponente		Begründung
risikofreier Basiszinssatz	2,86%	Veröffentlichung der KSW f 30. April 2025
Marktrisikoprämie	6,25%	Wert aufgrund von Empfehlung der IDW
Betafaktor	1,3	Erhöhter Wert aufgrund branchentypischen Ertragsrisiko

Neben den systematischen Marktrisiken, die im Rahme des CAPM bereits durch den Betafaktor erfasst werden, sind für das vorliegende Unternehmen zusätzliche unternehmensindividuelle Risikofaktoren zu berücksichtigen, die in einem gesonderten Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz abgebildet werden. Dazu zählen insbesondere das Fehlen der übertragbaren Struktur (hohe Personalfuktuation sowie die Abhängigkeit von einem Auftraggeber), die geringe Unternehmensgröße, verbunden mit eingeschränkten Diversifikations- und Finanzierungsmöglichkeiten, die kurzfristige Projektdauer kombiniert mit der schnellen Abwicklung von Aufträgen, sowie die eingeschränkte Marktgängigkeit und mangelnde Veräußerbarkeit des Unternehmens bei einem Geschäftsführerwechsel.

Diese Komponenten sind in nachstehender Tabelle dargestellt:

Risikoart	Zuschlag	Begründung
Geringe Unternehmensgröße	1,00%	Nur ein Auftraggeber, kurzfristige Projektdauer
Personenabhängigkeit	1,50%	Führung, Fachwissen und Kundenkontakt liegen beim Geschäftsführer
Fehlende Übertragbarkeit	1,00%	Das Unternehmen ist für Dritte kaum übernehmbar bzw nicht attraktiv

Die geringe Unternehmensgröße subsumiert Betriebe, welche eine stärkere Abhängigkeit von einzelnen Kunden oder Projekten aufweisen. Ein Risikozuschlag von 1% wurde zur Berücksichtigung der geringen Unternehmensgröße angesetzt. Die Zuschlagshöhe orientiert sich an bewertungspraktischen Standards und anerkannten Fachquellen. So weist Peemöller (Peemöller, V.H.: Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 12. Auflage NBW Verlag, 2021, S.521 ff.) darauf hin, dass für kleine Unternehmen Zuschläge von 0,5 bis 2%-Punkten marktüblich sind, je nach Ausmaß der Abhängigkeit und Stabilität der Ertragssituation. Auch das KFS/BW1 sieht vor, dass bei KMU zusätzlich zum CAPM individuelle, nicht kapitalmarktübliche Risiken – wie jene aus der geringen Unternehmensgröße – in Form von Zuschlägen berücksichtigt werden.

Ein zusätzlicher Zuschlag in Höhe von 1,5%-Punkten wurde beim Bewertungsobjekt angesetzt, um das unternehmensspezifische Risiko aus der starken Personenabhängigkeit abzubilden (vgl. Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 12. Aufl, 2021, S. 521). Die Rasante GmbH ist in seiner wirtschaftlichen Tätigkeit in hohem Ausmaß an den Geschäftsführer Lentini Antonio gebunden. Die Auftragsakquise, Kundenbeziehungen, Projektabwicklung und Fachwissen sind vollständig an ihn gebunden. Ein Ausfall dieser Person würde die Fortführung des Unternehmens gefährden. Es bestehen keine übertragbaren Strukturen, kein eingespieltes Führungsteam und kein dokumentierter Kundenstamm, der unabhängig vom Geschäftsführer tragfähig wäre. Dies stellt ein wesentliches Risiko für potenzielle Erwerber dar.

Ein Zuschlag in Höhe von 1%-Punkt wurde zur Berücksichtigung der eingeschränkten Marktgängigkeit bzw fehlenden Übertragbarkeit der Rasante GmbH angesetzt. Aufgrund der starken Personenbezogenheit, des Fehlens übertragbarer Kunden- oder Mitarbeiterstrukturen

sowie der mangelnden Dokumentation von Prozessen ist das Unternehmen für potentielle Erwerber nur eingeschränkt attraktiv. Das Unternehmen ist nicht unabhängig vom derzeitigen Geschäftsführer funktionsfähig. Das operative Geschäft hängt von der persönlichen Präsenz des Geschäftsführers ab. Eine Übertragung an Dritte ist mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Solche strukturellen Merkmale senken den potentiellen Kaufpreis, da der Kreis potentieller Erwerber stark eingeschränkt ist. Auch Peemöller (vgl. Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 12. Aufl, 2021, S. 521) weist in der Literatur darauf hin, dass bei eingeschränkter Marktgängigkeit bzw Übertragbarkeit Zuschläge von 0,5 bis 1,5% üblich sind, abhängig vom Grad der Übernahmemöglichkeit und der Vorbehaltsstruktur eines Unternehmens.

Diese Risikofaktoren überschreiten die üblichen Risiken deutlich und werden daher durch einen individuellen Zuschlag in Höhe von 3,5% zum Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Zusammenfassend ermittelt sich der Kapitalisierungszinssatz zur Diskontierung für das zu bewertende Unternehmen Rasante GmbH wie folgt:

Basiszinssatz (risikofreier Zins)		2,860%
Marktrisikoprämie	6,25%	
Beta-Faktor (Unternehmensrisiko)	1,3	
Ergebnis Marktrisikozuschlag		8,125%
Summe Basiszins und Marktrisikozuschlag		10,985%
Zuschlag für geringe Unternehmensgröße	1,00%	
Zuschlag für Personenabhängigkeit	1,50%	
Zuschlag für eingeschränkte Marktgängigkeit	1,00%	
Summe individuelle Zuschläge		3,500%
Gesamtkapitalisierungszinssatz		14,485%

4 ERRECHNUNG DER FINANZIELLEN ÜBERSCHÜSSE

Die Ermittlung der Einzahlungsüberschüsse nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren stellt sich wie folgt dar:

Werden die prognostizierten Umsätze den Aufwenden gegenübergestellt, ergeben sich für die Jahre 2025 und weiteres folgende finanzielle Überschüsse in Euro.

	2025	2026	2027	2028
<i>Umsatzerlöse</i>	617.096,11	635.608,99	654.677,26	674.317,58
- <i>Materialaufwand</i>	-21.598,36	-22.246,31	-22.913,70	-23.601,12
- <i>Personalaufwand</i>	-458.385,66	-472.137,23	-486.301,34	-500.890,38
- <i>Abschreibungen</i>	-9.636,44	-10.059,57	-7.743,80	-9.589,54
- <i>sonst. betriebl Aufwand</i>	-105.018,75	-108.169,32	-111.414,40	-114.756,83
- <i>Zinsaufwand</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
= EGT	22.456,90	22.996,56	26.304,02	25.479,72
- <i>KÖST</i>	5.165,09	5.289,21	6.049,92	5.860,34
= Jahresüberschuss	17.291,81	17.707,35	20.254,10	19.619,38
+ <i>Abschreibungen</i>	9.636,44	10.059,57	7.743,80	9.589,54
+ <i>Rückstellungen</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
= CF Ergebnis	26.928,25	27.766,93	27.997,90	29.208,92
+/- <i>Veränd Netto-UV</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
- <i>Investition</i>	-8.784,74	-9.048,28	-9.319,73	-9.599,32
- <i>Banktilgung</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
= Einzahlungsüberschuss	18.143,51	18.718,65	18.678,17	19.609,60

Tabelle 2: Errechnung des Einzahlungsüberschusses

Aus dieser Übersicht geht hervor, dass die Cash Flows aus der betrieblichen Tätigkeit über sämtliche Jahre einen positiven Saldo aufweisen.

Zur Berechnung des Jahresüberschusses ist aus obiger Tabelle ersichtlich, dass vom Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) die Ertragsteuer in Abzug zu bringen ist. Grund dafür ist die Definition des Ertragswertes. Dieser wird in der Literatur der Unternehmensbewertung als jener verstanden, der dem Eigentümer zufließen wird. Die Ertragsteuer ist jedoch – abhängig vom jährlichen EGT – an den Staat abzuführen und somit kein Vorteil, der dem Eigentümer zufällt.

Zur Berechnung des Unternehmenswertes werden die prognostizierten zukünftigen jährlichen Einzahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag 30.04.2025 mit dem Kapitalisierungszinssatz von 14,485% diskontiert. Für alle nachfolgenden Perioden werden gleichbleibende Erfolge angesetzt, die als ewige Rente kapitalisiert und auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden. Die österreichischen und deutschen Fachgutachten greifen für die in der Zukunft liegende Planungsphase auf die ewige Rente als

gleichbleibenden Erfolg zurück. Die Grundlage der ewigen Rente ist der Durchschnitt der aus der ersten Phase errechneten Einzahlungsüberschüsse. In der Tabelle wird der durchschnittliche Einzahlungsüberschuss aus den Jahren 2026 bis 2028 errechnet und beträgt Euro 19.002,14. Die Diskontierung der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse erfolgt mit dem ermittelten risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz von 14,485%. Durch die Abzinsung werden die zukünftigen Zahlungsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag 30. April 2025 gerechnet.

Der Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe der abgezinsten Einzahlungsüberschüsse der Planjahre sowie dem Barwert der ewigen Rente, die auf Basis des Durchschnitts der letzten drei Jahre berechnet und ebenfalls mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert wird..

Berechnung des Unternehmenswertes:

Berechnung des Unternehmenswertes

Jahr	Unternehmensertrag	Abzinsungsfaktor	Barwerte in Euro
25	18.143,51	1,094378832	16.578,82
26	18.718,65	1,252899605	14.940,26
27	18.678,17	1,434382113	13.021,75
28	19.609,60	1,642152362	11.941,40
29 und f.	131.184,93	1,642152362	79.885,97
Unternehmenswert			136.368,20

Tabelle 3: Errechnung des Unternehmenswertes

Da im vorliegenden Bewertungsansatz kein gesonderter Working-Capital-Posten berücksichtigt wurde, erfolgt, um eine realistische Einschätzung der Liquidität zu gewährleisten, wird das zum Stichtag 30.04.25 vorhandene Bankguthaben berücksichtigt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass ein Teil dieses Guthabens als betriebsnotwendiges Kapital im Unternehmen verbleiben muss, um den laufenden Geschäftsbetrieb zu sichern. Deshalb wird nicht das gesamte Bankguthaben zum Unternehmenswert hinzuaddiert, sondern nur der über diesen betriebsnotwendigen Bedarf hinausgehende Betrag. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten werden ebenso abgezogen, da sie tatsächliche Verpflichtungen darstellen, die den Wert für den Eigentümer mindern.

Zusammenfassend ergibt sich folgende Anpassung:

Position:	Betrag (€)
Bankguthaben zum Stichtag 30.04.2025	306.000,00
abzüglich betriebsnotwendiges Kapital (Puffer)	-70.000,00
<i>anzurechnender Bankguthabenanteil</i>	<i>236.000,00</i>
abzüglich kurzfristige Verbindlichkeiten	<u>-30.000,00</u>
<i>Netto Liquiditätsanpassung</i>	<i>206.000,00</i>

Dieser Netto-Betrag wird dem ermittelten Unternehmenswert zugeschlagen, um eine realistische Liquiditätsposition abzubilden.

Daraus ergibt sich ein Gesamtunternehmenswert (Ertragswert inkl nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel) in Höhe von EUR 342.368,20 zum Stichtag 30. April 2015

5 PLAUSIBILISIERUNG

Zur ergänzenden Plausibilisierung des im vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes wurde ein Vergleichswert anhand eines branchenüblichen Umsatzmultiplikators¹⁴ herangezogen.

Gerade bei kleinen, personenbezogenen Dienstleistungsbetrieben im Bauhilfsgewerbe, wie dem gegenständlichen Unternehmen, ist die Anwendung eines Umsatzmultiplikators¹⁵ als Näherungswert gängige Praxis, sofern – wie hier – keine belastbare Planungsrechnung vorliegt und eine starke Abhängigkeit von dem Geschäftsführer besteht. Das Unternehmen weist keine übertragbaren immateriellen Vermögenswerte wie Marke, Kundenstamm oder Verträge auf und erzielt seine Umsätze ausschließlich als Subunternehmer über einen einzelnen Auftraggeber. Entsprechend der Marktbeobachtung und veröffentlichter Multiplikatorstudien¹⁶ (vgl zB KMU-Multiples, IBWF, BFB-Marktübersicht) liegt der für vergleichbare Kleinunternehmen angemessene Umsatzmultiplikator üblicherweise im Bereich von 0,15 bis 0,25¹⁷ des nachhaltig erzielbaren Jahresumsatzes.

¹⁴ KFS/BW 1 – Fachgutachten Unternehmensbewertung (Stand 2022)

Kapitel 7.4 – „Methoden der Plausibilisierung“ – Empfiehlt ergänzend zur Hauptmethode die Anwendung vereinfachter Vergleichsverfahren wie Umsatz- oder EBIT-Multiplikatoren zur Plausibilitätsprüfung, sofern sachlich begründet.

¹⁵ Achleitner, A.-K. / Everling, O. (Hrsg.)

„Handbuch Unternehmensbewertung“, 3. Aufl., Wiesbaden: Gabler, 2020 – Enthält Hinweise zur Verwendung von Multiplikatoren bei eingeschränkter Datenlage oder zur Plausibilisierung.

¹⁶ IBWF Institut für Betriebsberatung, Wirtschaftsförderung und -forschung

„Multiplikatoren für kleine und mittlere Unternehmen – Marktübersicht 2023“ www.ibwf.org

– Enthält branchenbezogene Multiplikatoren für KMU, u. a. Bau- und Dienstleistungsgewerbe.

¹⁷ Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), 2022

„Unternehmensbewertung im KMU-Sektor – Marktstandards und Bewertungsmethoden“

Bei einem nachhaltig erzielbaren Jahresumsatz von rund € 650.000,-- ergibt sich ein indikatives Wertband von:

Multiplikator	Indikativer Wert (€)
0,15	97.000
0,20	129.000
0,25	161.000

Dieser Wertbereich liegt in der Nähe des mittels vereinfachten Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswertes und stützt somit die Plausibilität der gewählten Bewertungsmethodik. Zu berücksichtigen ist zudem, dass der Unternehmenswert maßgeblich durch die vorhandene Liquiditätsausstattung beeinflusst wird, die bei dieser Methode unberücksichtigt bleibt.

6 ZUSAMMENFASSUNG

Obwohl der Unternehmenswert gemäß vereinfachten Ertragswertverfahren – ergänzt um nicht betriebsnotwendige liquide Mittel – zum Bewertungsstichtag 30.04.2025 für das gesamte Unternehmen EUR 342.368,20 beträgt, ist festzuhalten, dass sich daraus kein unmittelbar realisierbarer Marktpreis für einen Unternehmensanteil von 33,33 % ableiten lässt.

Gerade bei kleinen, inhabergeführten und stark personenabhängigen Betrieben, wie dem gegenständlichen Bauhilfsunternehmen, ist ein anteiliger Verkauf wirtschaftlich schwer durchsetzbar. Der Bewertung liegt die Annahme der Fortführung des Unternehmens in seiner derzeitigen Form zugrunde¹⁸. Ein Drittelanteil vermittelt jedoch keine unternehmerische Kontrolle, ist kaum veräußerbar, und potenzielle Käufer müssten zusätzlich zum finanziellen Investment auch ein hohes Maß an Vertrauen in die handelnde Person und die Fortführung der Geschäftsbeziehungen setzen.

Darüber hinaus ist der Geschäftsbetrieb ausschließlich projektbezogen als Subunternehmen, verfügt über keinen übertragbaren Kundenstamm, keine Stammebelegschaft, und es existiert nur ein wesentlicher Auftraggeber. Die operative Tätigkeit wurde über weite Strecken von einer einzigen Person getragen, sodass der wirtschaftliche Erfolg untrennbar mit der Person des derzeitigen Geschäftsführers verknüpft ist. Zudem bestehen erhebliche Unsicherheiten hinsichtlich zukünftiger Auftragslagen, wie sich bereits aus der ruhenden Bautätigkeit im Frühjahr 2025 erkennen lässt. Eine Unternehmensfortführung durch Dritte oder ein Erwerber eines 33,33 %igen Anteils erscheint aus heutiger Sicht äußerst unwahrscheinlich. Ebenso

– Verweist auf praxisübliche Umsatzmultiplikatoren von 0,15 bis 0,30 bei kleineren Dienstleistungsunternehmen ohne Substanz

¹⁸ vgl. KFS/BW1, S 6

realitätsfremd ist es, anzunehmen, dass ein potentieller Investor bereit wäre, den rechnerisch ermittelten Unternehmenswert vollständig zu bezahlen – insbesondere im Hinblick auf den Erwerb eines 33,33%igen Anteils, der keinerlei strategische Mitbestimmungsmöglichkeit vermittelt. Unter diesen Rahmenbedingungen ist davon auszugehen, dass bei einem Verkaufsversuch oder gar einer Versteigerung eines Drittelanteils an diesem Unternehmen erhebliche Abschläge in Kauf zu nehmen wären. In der Praxis bedeutet dies, dass der Verkehrswert eines solchen Anteils deutlich unter dem anteiligen rechnerischen Unternehmenswert liegt – und im Fall einer Zwangsverwertung möglicherweise nur der Liquidationswert zur Verfügung steht.

Daher wäre als ökonomische Untergrenze der Liquidationswert heranzuziehen. Dieser entspricht dem Nettovermögen zum Bewertungsstichtag, welches sich aus den liquiden Mitteln abzüglich der kurzfristigen Verpflichtungen zusammensetzt und im vorliegenden Fall für das gesamte Unternehmen EUR 206.000,-- beträgt.

Für den 33,33%-igen Anteil der Rasante GmbH ergibt sich somit zwar ein rechnerischer Unternehmenswert (Ertragswert inkl nicht betriebsnotwendiger liquider Mittel) in Höhe von EUR 114.111,32 (fortführungsbezogener Unternehmenswert), dieser liegt jedoch deutlich über dem mutmaßlich erzielbaren Marktwert. In der aktuellen Situation ist davon auszugehen, dass der **Liquidationswert für den 33,33%-igen Anteil in Höhe von EUR 68.659,80 den tatsächlichen Veräußerungswert** an diesem Unternehmen realistischer abbildet.

Innsbruck, am 07.07.2025

WIRTSCHAFTSRECHNER • STEUERBERATERIN

Mag. Claudia Erlacher

Grabenweg 72 • 6020 Innsbruck

tel: +43 (0) 512 23 02 62 • fax: DW 22

mobil: +43 (0) 676 330 68 63

office.erlacher@gmail.com • ATU 63072524