

# Ing. Mag. Peter Hager:

## Diskontierungszinssatz<sup>1</sup>

<b>Vorwort.....</b>	<b>2</b>
<b>1. Begriff und Arten.....</b>	<b>2</b>
1.1. Unverschuldete Eigenkapitalkosten.....	2
1.2. Verschuldete Eigenkapitalkosten .....	3
1.3. WACC (incl. Tax-Shield).....	4
1.3.1. Eigenkapital.....	5
1.3.2. Fremdkapital .....	6
1.3.2.1. Fremdkapitalrendite .....	6
1.3.2.2. Steuerersparnis .....	6
1.4. WACC (excl. Tax-Shield).....	6
<b>2. Bestandteile.....</b>	<b>7</b>
<b>3. Exkurs Fremdkapitalkosten und -zinsen.....</b>	<b>7</b>
<b>Literatur.....</b>	<b>9</b>
Fachgutachten .....	9
Bücher .....	9
Artikel.....	9
Unterlagen .....	9
Tabellen .....	10
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>10</b>

### Abbildung

<b>Abbildung 1: Komponenten WACC</b>	<b>5</b>
<b>Abbildung 2: Basiszins, Fremdkapitalkosten und -zinsen</b>	<b>8</b>

### Formel

<b>Formel 1: Unverschuldete Eigenkapitalkosten</b>	<b>3</b>
<b>Formel 2: Verschuldete Eigenkapitalkosten</b>	<b>4</b>
<b>Formel 3: WACC (incl. Tax-Shield)</b>	<b>5</b>
<b>Formel 4: WACC (excl. Tax-Shield)</b>	<b>7</b>

### Tabelle

<b>Tabelle 1: Synonyme Diskontierungszinssatz</b>	<b>2</b>
<b>Tabelle 2: Synonyme Unverschuldete Eigenkapitalkosten</b>	<b>3</b>
<b>Tabelle 3: Synonyme verschuldete Eigenkapitalkosten</b>	<b>4</b>
<b>Tabelle 4: Synonyme WACC (incl. Tax-Shield)</b>	<b>4</b>
<b>Tabelle 5: Synonyme WACC (excl. Tax-Shield)</b>	<b>7</b>

### Symbolverzeichnis

<b>EK*</b>	Marktwert des Eigenkapitals
<b>FK*</b>	Marktwert des Fremdkapitals
<b>GK*</b>	Marktwert des Gesamtkapitals
<b>r<sub>(WACC)</sub></b>	gewogene Kapitalkosten (WACC)
<b>r<sub>(TCF)</sub></b>	gewogene Kapitalkosten (TCF)

<sup>1</sup> Es wird darauf verwiesen, dass alle Angaben in dieser Unterlage trotz sorgfältiger Bearbeitung ohne Gewähr erfolgen und eine Haftung ausgeschlossen ist.

Das Dokument ist zur Verwendung als PDF gedacht. Nicht alle hinterlegten Internetlinks sind vollständig im Text abgedruckt.

r(EK) <sub>u</sub>	Renditeforderung Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen (unverschuldete Eigenkapitalkosten)
r(EK) <sub>v</sub>	Renditeforderung Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen (verschuldete Eigenkapitalkosten)
r(FK)	Renditeforderung Fremdkapitalgeber
s <sub>u</sub>	Unternehmensteuer

## Vorwort

Diskontierungsverfahren ermitteln den Unternehmenswert durch Abzinsung künftiger Erträge oder Cash-Flows (Zukunftserfolge). Diese Unterlage befasst sich mit den maßgeblichen Diskontierungszinssätzen.

Grundsätzliche Fragen des Diskontierungszinssatzes werden in der *Unterlage (Diskz. – Grds)* erläutert. Mit den kapitalmarkttheoretischen Grundlagen im Allgemeinen und den alternativen Kapitalmarkttheorien befasst sich die *Unterlage (Kapmrkt, nn publiziert)*, mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) die *Unterlage (CAPM, nn publiziert)*. Die Ermittlung des Basiszinssatzes wird in der *Unterlage (Basis-Zins)*, die Ermittlung des Risikos im Allgemeinen und der Marktrisikoprämie im Besonderen wird in der *Unterlage (Risikozuschl.)* und die Ermittlung des Beta-Faktors in der *Unterlage (Beta-Faktor, nn publiziert)* dargestellt.

## 1. Begriff und Arten

Wichtig ist die Unterscheidung zwischen Zinssatz (einem Prozentsatz) und dem Zins (einem Betrag).

### **Diskontierungszinssatz:**

Ist jener Zinssatz, der entsprechend der Bewertungsmethode und unter Berücksichtigung der Äquivalenzprinzipien die Zukunftserfolge im Bewertungsstichtag vergleichbar macht.

Für den Diskontierungszinssatz werden verschiedene Termini verwendet.

Tabelle 1: Synonyme Diskontierungszinssatz

Bezeichnung	Quelle
Diskontierungssatz	<i>Drukarczyk / Schüller (2016)</i> , S. 237 ff;
Diskontierungszinssatz	<i>KFS/BW 1 (2014)</i> Rz. 95; <i>Fleischer / Hüttemann (2015)</i> , S. 105; <i>Peemöller (2019)</i> , S. 791;
Kalkulationszinsfuß	<i>Mandl / Rabel (1997)</i> , S. 214ff;
Kapitalisierungszinsfuß	<i>Bachl (2018)</i> , S. 41 ff; <i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. 87;
Kapitalisierungszinssatz	<i>IDW SI</i> Rz. 113; <i>KFS/BW 1 (2006)</i> Rz. 59; <i>Aschauer / Purtscher (2023)</i> , S. 31; <i>Dörschell u.a. (2012)</i> , S. 4; <i>Fleischer / Hüttemann (2015)</i> , S. 152 ff; <i>Ihlau / Duscha (2019)</i> , S. 84; <i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 331; <i>Ziemer (2018)</i> , S. 32;

### **Arten:**

1. Verschuldete Eigenkapitalkosten
2. Unverschuldete Eigenkapitalkosten
3. Weighted Average Costs of Capital (WACC) (incl. Tax-Shield)
4. WACC (excl. Tax-Shield)

### 1.1. Unverschuldete Eigenkapitalkosten

#### **Vertiefung**

Richtlinie / Fachgutachten / Empfehlungen:

*KFS/BW 1 (2014)* Rz. 45;

Bücher:

Ihlau / Duscha (2019), S. 83;

Unterlage nn veröffentlicht:

DCF-Verfahren, Kap. 3.1;

**Unverschuldete Eigenkapitalkosten** (richtig: Renditeforderung des unverschuldeten Unternehmens):  
sind jene Eigenkapitalkosten, die ein Eigentümer eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens als risikoadäquat empfindet.

Tabelle 2: Synonyme Unverschuldete Eigenkapitalkosten

Bezeichnung	Quelle
Eigenkapitalkosten für das unverschuldete Unternehmen	<i>KFS/BW 1 (2014)</i> , Rz.45; <i>Aschauer / Purtscher (2023)</i> , S. 115; <i>Dörschell u.a. (2012)</i> , S. 8; <i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 341;
Eigenkapitalkosten, unverschuldete	<i>Ihlau / Duscha (2019)</i> , S. 83;
Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen	<i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. XVIII; <i>Mandl / Rabel (1997)</i> , S. XXI;
Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenfinanzierung	<i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. 134;

Formel 1: Unverschuldete Eigenkapitalkosten

$$r(EK)_u = i_r + \beta_u \cdot MRP$$

Entsprechend der allgemeinen Formel des CAPM<sup>2</sup> bestehen die Eigenkapitalkosten aus dem Basiszinssatz und dem Risikozuschlag. Letzterer ergibt sich aus der Marktrisikoprämie (MRP) und dem Beta-Faktor des unverschuldeten Eigenkapitals ( $\beta_u$ ).

Bedeutung:

a) APV-Verfahren<sup>3</sup>

## 1.2. Verschuldete Eigenkapitalkosten

Vertiefung

Richtlinie / Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 (2014) Rz. 107; IDW S 1 (2008) Rz. 100;

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 111; Ihlau / Duscha (2019), S. 83; WPH-Edition (2018), Tz. A 341;

Unterlage nn veröffentlicht:

DCF-Verfahren, Kap. 3.2;

**Verschuldete Eigenkapitalkosten** (richtig: Renditeforderung des verschuldeten Unternehmens, oft kurz Eigenkapitalkosten):

sind jene Eigenkapitalkosten, die ein Eigentümer bei der konkreten Verschuldung als risikoadäquat empfindet.

<sup>2</sup> Vgl. Formel in *Unterlage (CAPM, nn publiziert)*, Kap. 1.1.

<sup>3</sup> Vgl. *Unterlagen (Methodenübersicht)*, S. 8, *DCF-Verf.*, S. 15.

Tabelle 3: Synonyme verschuldete Eigenkapitalkosten

Bezeichnung	Quelle
Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen	<i>KFS/BW 1 (2014)</i> , Rz.45; <i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 136;
Eigenkapitalkosten, verschuldete	<i>Ihlau / Duscha (2019)</i> , S. 83;
Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen	<i>Aschauer / Purtscher (2023)</i> , S. 124; <i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. XVIII; <i>Dörschell u.a. (2012)</i> , S. 6; <i>Mandl / Rabel (1997)</i> , S. XXI;

Formel 2: Verschuldete Eigenkapitalkosten

$$r(EK)_v = i_r + \beta_v \cdot MRP$$

Bedeutung:

- a) Ertragswert<sup>4</sup>,
- b) FTE-Verfahren<sup>5</sup> und
- c) Teil der Formel für den WACC<sup>6</sup>.

### 1.3. WACC (incl. Tax-Shield)

**Vertiefung**

Richtlinie / Fachgutachten / Empfehlungen:

*KFS/BW 1 (2014)* Rz. 39; *IDW S 1 (2008)* Rz. 133 ff;

Bücher:

*Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 121 f, 283 ff; *Bachl (2018)*, S. 54; *Ihlau / Duscha (2019)*, S. 83, 86; *Mandl / Rabel (1997)*, S. 39, 321 ff; *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 143;

Unterlage:

Bto-Nto-Unternehmenswert;

Unterlage nn veröffentlicht:

DCF-Verfahren, Kap. 3.3; Zirkularität;

**Weighted Average Cost of Capital, WACC (gewogenen Kapitalkosten):**

sind ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten, wobei der Steuervorteil der Fremdfinanzierung berücksichtigt wird. Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.<sup>7</sup>

Im Gegensatz zum WACC (excl. Tax-Shield) wird der Steuervorteil der Fremdfinanzierung (Tax Shield) im Zinssatz berücksichtigt.

Tabelle 4: Synonyme WACC (incl. Tax-Shield)

Bezeichnung	Quelle
gewichtete Kapitalkosten	<i>Bachl (2018)</i> , S. 54;
Gewogene Kapitalkosten	<i>IDW S 1 (2008)</i> Rz. 133 ff; <i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. 162; <i>Mandl / Rabel (1997)</i> , S. 321;
Gewogene Kapitalkosten für das verschuldete Unternehmen	<i>Dörschell u.a. (2012)</i> , S. 7;

<sup>4</sup> Vgl. *Unterlagen (Methodenübersicht)*, S. 5 f, (Ertragswertverfahren, nn publiziert).

<sup>5</sup> Vgl. *Unterlage DCF-Verf.*, S. 13.

<sup>6</sup> Vgl. folgendes Kapitel.

<sup>7</sup> Vgl. *KFS/BW 1 (2014)* Rz. 39.

Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten	<i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 141;
WACC	<i>KFS/BW 1 (2014)</i> Rz. 39;
WACC (incl. Tax-Shield)	<i>Ihlau / Duscha (2019)</i> , S. 83, 86;
Weighted Average Costs of Capital	<i>Ballwieser / Hachmeister (2013)</i> , S. 162; <i>Aschauer / Purtscher (2023)</i> , S. 121; <i>Bachl (2018)</i> , S. 54; <i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 141;

Formel 3: WACC (incl. Tax-Shield)<sup>8</sup>

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

$EK^*$	Marktwert des Eigenkapitals
$FK^*$	Marktwert des Fremdkapitals
$GK^*$	Marktwert des Gesamtkapitals
$r_{(WACC)}$	gewogene Kapitalkosten (WACC)
$r(EK)_v$	Renditeforderung Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen
$r(FK)$	Renditeforderung Fremdkapitalgeber
$s_u$	Unternehmensteuer

Abbildung 1: Komponenten WACC

$r(WACC)$	$r(EK)_v \frac{EK^*}{GK^*}$	$r(FK)(1 - s_u) \frac{FK^*}{GK^*}$			
WACC	Eigenkapital	Fremdkapital			
	$r(EK)_v$	$\frac{EK^*}{GK^*}$	$r(FK)$	$(1 - s_u)$	$\frac{FK^*}{GK^*}$
	EK-Rendite	EK-Quote	FK-Rendite	Tax Shield	FK-Quote

In die Berechnung fließen die gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten ein.

Die **Gewichtung** von Eigen- und Fremdkapitalkosten erfolgt zu Marktwerten.<sup>9</sup> Dies führt zu einem **Zirkularitätsproblem**, da das Ergebnis der Berechnung der Marktwerte des Eigenkapitals gleichzeitig in die Formel einfließt.

Zur Lösung dieser Problematik bestehen grundsätzlich drei Möglichkeiten:<sup>10</sup>

- Festlegung einer Zielkapitalstruktur
- Lösung durch Iterationen<sup>11</sup>
- Roll-Back-Verfahren<sup>12</sup>.

*Mandl / Rabel (1997)*, S. 322 präferieren die Festlegung einer (konstanten) Zielkapitalstruktur. Diese kann sich von der aktuellen Struktur unterscheiden (z.B. Branchenwerte). Dabei ist m.E. zu überprüfen, ob dies mit den Ausschüttungsannahmen zusammenpasst.

Bedeutung:

- WACC-Verfahren<sup>13</sup>

### 1.3.1. Eigenkapital

$$r(EK)_v \frac{EK^*}{GK^*}$$

<sup>8</sup> Ex *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 120.

<sup>9</sup> Zu den Begriffen vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 4 ff, 8 f.

<sup>10</sup> *Mandl / Rabel (1997)*, S. 322.

<sup>11</sup> Vorgehensweise vgl. *Unterlage (Zirkularität, nn publiziert)*, Kap. 2.

<sup>12</sup> Vorgehensweise vgl. *Enzinger / Kofler (2011)*.

<sup>13</sup> Vgl. *Unterlagen (Methodenübersicht)*, S. 8, *DCF-Verf.*, S. 14.

Der erste Teil der Gleichung stellt die gewichtete Verzinsung des Eigenkapitals dar: Die Rendite des verschuldeten Eigenkapitals<sup>14</sup> wird mit dem Anteil des Marktwertes des Eigenkapitals<sup>15</sup> am Marktwert des Gesamtkapitals<sup>16</sup> gewichtet.

### **1.3.2. Fremdkapital**

$$r(FK)(1 - s_u) \frac{FK^*}{GK^*}$$

Der zweite Teil der Gleichung stellt die gewichtete **Verzinsung des Fremdkapitals** dar: Die Fremdkapitalrendite wird mit der Steuerersparnis und dem Anteil des Marktwertes des Fremdkapitals<sup>17</sup> am Marktwert des Gesamtkapitals<sup>18</sup> gewichtet.

#### **1.3.2.1. Fremdkapitalrendite**

Aufgrund des hohen Anteils der Fremdfinanzierung in vielen Branchen kommt der Berechnung der **Fremdkapitalkosten (-rendite)**<sup>19</sup> besondere Bedeutung zu.<sup>20</sup>

In die WACC-Ermittlung fließen stets die marktüblichen Fremdkapitalkosten ein, um die Konsistenz mit der Marktwertgewichtung zu wahren.<sup>21</sup>

#### **1.3.2.2. Steuerersparnis**

Der **Steuervorteil der Fremdfinanzierung** (Tax Shield) ergibt sich aus der Abziehbarkeit der Fremdkapitalzinsen von der Steuerbemessungsgrundlage und somit aus der Verminderung der Steuerbelastung.<sup>22</sup> Dieser Steuervorteil wird in den einzelnen Bewertungsmethoden unterschiedlich berücksichtigt.<sup>23</sup> Bei Ermittlung des Cash-Flows wird von einer fiktiven Eigenfinanzierung ausgegangen, die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung wird im Zinssatz berücksichtigt.

Im Standard CAPM fließen nur die Unternehmensteuern (KSt) ein. Die persönliche Ertragsteuer (KESt) bleibt hingegen unberücksichtigt. Soll die persönliche Ertragsteuer berücksichtigt werden, ist das Tax-CAPM<sup>24</sup> anzuwenden.

## **1.4. WACC (excl. Tax-Shield)**

### **Vertiefung**

#### Bücher:

Ihlau / Duscha (2019), S. 83; Mandl / Rabel (1997), S. 365 f; WPH-Edition (2018), Tz. A 147;

#### Unterlage nn veröffentlicht:

DCF-Verfahren, Kap. 3.4;

#### **WACC (excl. Tax-Shield):**

sind ein gewichteter Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten und Fremdkapitalkosten, wobei der Steuervorteil der Fremdfinanzierung nicht im Zinssatz berücksichtigt wird. Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital.

<sup>14</sup> Vgl. Kap. 1.2.

<sup>15</sup> Zum Begriff Marktwert des Eigenkapitals vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 8 f.

<sup>16</sup> Zum Begriff Marktwert des Gesamtkapitals vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 2 f.

<sup>17</sup> Zum Begriff Marktwert des Fremdkapitals vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 4 ff.

<sup>18</sup> Zum Begriff Marktwert des Gesamtkapitals vgl. *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*, S. 2 f.

<sup>19</sup> Zu den Fremdkapitalkosten und -zinsen vgl. Kap. 3.

<sup>20</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 326.

<sup>21</sup> Mandl / Rabel (1997), S. 328.

<sup>22</sup> Vgl. Ihlau / Duscha (2019), 46.

<sup>23</sup> Siehe *Bewertungshilfe*, Stichwort: Steuervorteil der Fremdfinanzierung, abgefragt 26.10.2025.

<sup>24</sup> Vgl. *Unterlage (CAPM, nn publiziert)*, Kap. 2.1.A.b.

Tabelle 5: Synonyme WACC (excl. Tax-Shield)

Bezeichnung	Quelle
gewogene Kapitalkosten (TCF)	<i>Mandl / Rabel (1997)</i> , S. XX;
Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten für TCF-Ansatz	<i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 146;
WACC (excl. Tax-Shield)	<i>Ihlau / Duscha (2019)</i> , S. 83;
Weighted Average Costs of Capital für den TCF-Ansatz	<i>WPH-Edition (2018)</i> , Tz. A 146;

Das TCF-Verfahren unterscheidet sich vom WACC-Verfahren durch die Berücksichtigung des Steuervorteils der Fremdfinanzierung im Cash-Flow.

Dementsprechend stellt sich der Zinssatz wie folgt dar:

Formel 4: WACC (excl. Tax-Shield)<sup>25</sup>

$$r(TCF) = r(EK)v \frac{EK^*}{GK^*} + r(FK) \frac{FK^*}{GK^*}$$

Bedeutung:

a) TCF-Verfahren<sup>26</sup>

## 2. Bestandteile

Bestandteile nach Eigentumsverhältnisse

- a) (un)verschuldete Eigenkapitalkosten (vgl. Kap. 1.1 u. 1.2)
- b) Fremdkapitalkosten (vgl. Kap. 3)

Bestandteile nach Komponenten

1. Basiszinssatz (vgl. *Unterlage (Basis-Zins)*)
2. Risikozuschlag
  - 2.1. Marktrisikoprämie (vgl. *Unterlage (Risikozuschl.)*, Kap. 2)
  - 2.2. Beta-Faktor (vgl. *Unterlage (Beta-Faktor, nn publiziert)*)

## 3. Exkurs Fremdkapitalkosten und -zinsen

**Vertiefung**

Richtlinie / Fachgutachten / Empfehlungen:

KFS/BW 1 E3 (2021), Rz. 7 ff;

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2023), S. 263 f; Bachl (2018), S. 54; Dörschell u.a. (2012), S. 291 ff; WPH-Edition (2018), Tz. A 418 ff;

Unterlage nn veröffentlicht:

DCF-Verfahren, Kap. 3.5;

nn veröffentlichte Tabelle:

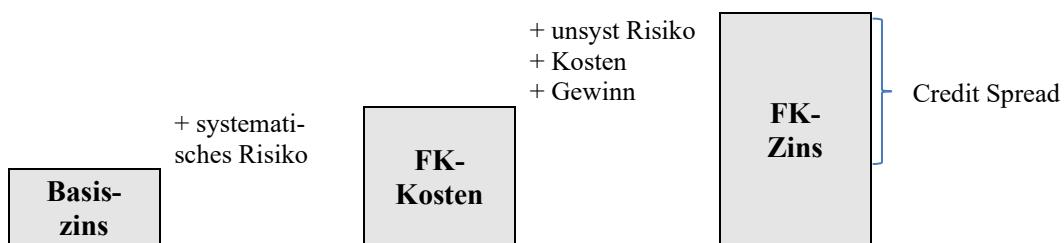
FK-Zins

Die Begriffe Fremdkapitalkosten und -zinsen werden häufig verwechselt.

<sup>25</sup> Eigene Darstellung auf Basis *Mandl / Rabel (1997)*, S. 365.

<sup>26</sup> Vgl. *Unterlage DCF-Verf.*, S. 16.

Abbildung 2: Basiszins, Fremdkapitalkosten und -zinsen<sup>27</sup>



**Fremdkapitalkosten:**

stellen die Renditeerwartung der Fremdkapitalgeber dar. Sie beinhalten den Basiszinssatz und einen Aufschlag für das übernommene systematische Risiko.<sup>28</sup>

Maßstab für das übernommene systematische Risiko stellt der Fremdkapital-Betafaktor (Debt Beta  $\beta_f$ ) dar.<sup>29</sup> Betreffend der Berücksichtigung ist die Empfehlung *KFS/BW1 E3 (2021)* zu beachten.

Die Empfehlung KFS/BW 1 E3 (2021), Rz. 9 empfiehlt eine Ableitung eines erwarteten Fremdkapitalzinssatzes ( $E(i_{FK})$ ). Soweit die Fremdkapitalgeber ein systematisches Risiko übernehmen, kann davon ausgegangen werden, dass dieses einen Anteil von 20-40% hat.<sup>30</sup>

**Fremdkapitalzinsen:**

sind die vom Schuldner zu bezahlenden Zinsen. Sie beinhalten neben den Fremdkapitalkosten noch einen Aufschlag für das unsystematische Risiko und den Gewinn.<sup>31</sup>

Während die Fremdkapitalkosten für die Diskontierung zu berücksichtigen sind, werden die Fremdkapitalzins im Cash-Flow berücksichtigt.

**Credit Spread:**

stellt die Differenz zwischen Fremdkapitalzinsen und Basiszinssatz dar.

In der Praxis ist die theoretisch geforderte Differenzierung zwischen Fremdkapitalkosten und Fremdkapitalzinsen d.h. die Aufspaltung des Credit Spreads in systematische und andere Bestandteile i.d.R. nicht trennscharf möglich und auch nicht unbedingt notwendig.<sup>32</sup>

Zur Ableitung der maßgeblichen Fremdkapitalrendite bestehen in Literatur und Praxis unterschiedliche Ansätze:<sup>33</sup>

- Nach einem Ansatz besteht die maßgebliche Fremdkapitalrendite aus der marktüblichen Rendite des im Unternehmen eingesetzten verzinslichen Fremdkapitals (auch diese Festlegung erfolgt dabei mitunter datenbankgestützt aus den Zinssätzen für Unternehmensanleihen einer Peer Group).
- Nach einem ebenfalls in der Praxis zur Anwendung kommenden Ansatz wird die maßgebliche Fremdkapitalrendite aus den tatsächlichen mit den Fremdkapitalgebern vereinbarten Fremdkapitalzinsen abgeleitet.

Die gewählte Fremdkapitalrendite ist um einen Abschlag für Unternehmenssteuern zu kürzen. Der Steuerabschlag ist bei diesem Verfahren deshalb notwendig, weil die Ersparnis der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen bei der Ermittlung des bewertungsrelevanten Cash-Flows des (fiktiv unverschuldeten) Unternehmens nicht berücksichtigt werden kann. Ein Steuerabschlag ist allerdings dann

<sup>27</sup> Aus *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263.

<sup>28</sup> Vgl. *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263 f.

<sup>29</sup> Details vgl. *Unterlage (Beta-Faktor, nn publiziert)*, Kap. 3.4.

<sup>30</sup> *KFS/BW 1 E3 (2021)*, Rz. 13 mit Verweis auf die Literatur.

<sup>31</sup> Vgl. *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 263 f.

<sup>32</sup> Vgl. *Aschauer / Purtscher (2023)*, S. 264.

<sup>33</sup> *Bachl (2018)*, S. 54.

nicht oder nur zum Teil gerechtfertigt, wenn aufgrund gesetzlich vorgesehener Beschränkungen des steuerlichen Schuldzinsenabzuges der Steuerersparniseffekt nicht oder nicht in vollem Umfang eintritt.<sup>34</sup>

## Literatur

### Fachgutachten

- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1, zitiert: *KFS/BW 1 (2014)*;
  - Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (beschlossen am 27.2.2006), zitiert: *KFS/BW 1 (2006)*;
- IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, IDW Standards IDW S 1 i.d.F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 02.04.2008), zitiert: *IDW S 1 (2008)*;

### Bücher

- Aschauer / Purtscher: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, 2. Auflage Linde 2023, zitiert: *Aschauer / Purtscher (2023)*;
- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung, LexisNexis 2018, zitiert: *Bachl (2018)*;
- Ballwieser / Hachmeister: „Unternehmensbewertung, Prozess, Methoden und Probleme“, Schäffer Poeschel 2013, zitiert: *Ballwieser / Hachmeister (2013)*;
- Dörschell u.a.: „Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung“, IDW 2012, zitiert: *Dörschell u.a. (2012)*,
- Drukarczyk / Schüler: „Unternehmensbewertung“, Valens 2016, zitiert: *Drukarczyk / Schüler (2016)*;
- Fleischer / Hüttemann (Hrsg): „Rechtshandbuch Unternehmensbewertung“, Verlag Otto Schmidt 2015, zitiert: *Autor in Fleischer / Hüttemann (2015)*;
- Ihlau / Duscha: „Besonderheiten bei der Bewertung von KMU“, Springer Gabler 2019, zitiert: *Ihlau / Duscha (2019)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter 1997, zitiert: *Mandl / Rabel (1997)*;
- Peemöller (Hrsg.): „Praxishandbuch der Unternehmensbewertung“, 7. Auflage NWB-Verlag 2019, zitiert: *Autor in Peemöller (2019)*;
- IDW (Hrsg.): „Bewertung und Transaktionsberatung“, Verlag IDW 2018, zitiert: *WPH-Edition (2018)*;
- Ziemer: „Der Betafaktor - Theoretische und empirische Befunde nach einem halben Jahrhundert CAPM“, Springer Gabler 2018, zitiert: *Ziemer (2018)*;

### Artikel

- Enzinger / Kofler: „Das Roll Back-Verfahren zur Unternehmensbewertung“, BP 2011, 2, zitiert: *Enzinger / Kofler (2011)*;

### Unterlagen<sup>35</sup>

- Hager: „Basiszinssatz“, Stand Okt. 2025, zitiert: *Unterlage (Basis-Zins)*;
- Hager: „Bewertungsmethoden – Eine Übersicht“, Stand Okt. 2024, zitiert: *Unterlage (Methodenübersicht)*;
- Hager: „Brutto- oder Nettounternehmenswert“, Stand Juni 2022, zitiert: *Unterlage (Bto-Nto-Unternehmenswert)*;
- Hager: „Discounted-Cash-Flow-Verfahren“, Stand Okt. 2025, zitiert: *Unterlage (DCF-Verf.)*;

---

<sup>34</sup> *Bachl (2018)*, S. 54.

<sup>35</sup> Weitere Unterlagen bei *Bewertungshilfe*, Stichwort: Unterlagen; abgefragt 26.10.2025.

- Hager: „[Diskontierungszinssatz - Grundsätzliches und Allgemeines](#)“, Stand Nov. 2025, zitiert: *Unterlage (Diskz. – Grds);*
- Hager: „[Risikozuschlag – Marktrisikoprämie](#)“, Stand Okt. 2025, zitiert: *Unterlage (Risikozuschl.);*
- Hager: „Beta-Faktor“, [Entwurf Jun. 2025](#), zitiert: *Unterlage (Beta-Faktor, nn publiziert);*
- Hager: „Capital Asset Pricing Model (CAPM)“, [Entwurf Jun. 2025](#), zitiert: *Unterlage (CAPM, nn publiziert);*
- Hager: „Ertragswertverfahren“, [Entwurf Nov. 2023](#), zitiert: *Unterlage (Ertragswertverfahren, nn publiziert);*
- Hager: „(Alternative) Kapitalmarkttheorien“, [Entwurf Jan. 2025](#), zitiert: *Unterlage (Kapmrkt, nn publiziert);*
- Hager: „Zirkularität“, [Entwurf Sep. 2020](#), zitiert: *Unterlage (Zirkularität, nn publiziert);*

## **Tabellen**

- [Hager](#): „Cash-Flow“, [Entwurf Dez. 2024](#), zitiert: *Tabelle (Cash-Flow, nn publiziert);*
- Hager: „Fremdkapitalzinssatz“, [Entwurf Sept. 2017](#), zitiert: *Tabelle (FK-Zins, nn publiziert);*
- [Hager](#): „Geldflussrechnung“, [Entwurf Jul. 2021](#), zitiert: *Tabelle (Geldfluss, nn publiziert);*

## **Stichwortverzeichnis**

Credit Spread <b>8</b>	gewogene durchschnittliche für TCF-Ansatz <b>7</b>
Debt Beta <i>Siehe</i> Fremdkapital-Betafaktor	Kapitalkosten, gewogene <i>Siehe</i> Weighted Average
Diskontierungszinssatz <b>2</b>	Cost of Capital
Diskontierungszinssatz <b>2</b>	Marktwert des Eigenkapitals <b>6</b>
Eigenkapitalkosten	Marktwert des Fremdkapitals <b>6</b>
für das unverschuldete Unternehmen <b>3</b>	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
für das verschuldete Unternehmen <b>4</b>	für das unverschuldete Unternehmen <b>3</b>
unverschuldete <b>3</b>	für das verschuldete Unternehmen <b>4</b>
verschuldete <b>3</b>	Steuervorteil der Fremdfinanzierung <b>6, 7</b>
Fremdkapital-Betafaktor <b>8</b>	Tax Shield <i>Siehe</i> Steuervorteil der
Fremdkapitalkosten <b>8</b>	Fremdfinanzierung
Fremdkapitalzinsen <b>8</b>	WACC <i>Siehe</i> Weighted Average Cost of Capital
Kalkulationszinsfuß <b>2</b>	(incl. Tax-Shield) <b>5</b>
Kapitalisierungszinsfuß <b>2</b>	excl. Tax-Shield <b>7</b>
Kapitalisierungszinssatz <b>2</b>	WACC excl Tax-Shield <b>6</b>
Kapitalkosten	Weighted Average Cost of Capital <b>4</b>
gewichtete <b>4</b>	Weighted Average Costs of Capital
gewogene <b>4</b>	für den TCF-Ansatz <b>7</b>
gewogene durchschnittliche <b>5</b>	Zirkularitätsproblem <b>5</b>