

Ing. Mag. Peter Hager: Objektivierter vs. subjektiven Wert¹

Vorwort	1
1. Begriffsbestimmung und Bedeutung	2
1.1. Subjektiver Wert – Entscheidungswert.....	2
1.1.1. Exkurs: Bewerterbezogenheit	2
1.1.2. Exkurs: Ordentlicher oder außerordentlicher Preis	3
1.2. Objektivierter Unternehmenswert.....	3
1.2.1. Exkurs Objektivierter – objektiver Wert.....	4
1.2.2. Exkurs: Normorientierte Unternehmensbewertung	4
1.3. Schiedswert	5
2. Vergleich subjektiver – objektivierter Wert	5
2.1. Bewertungssubjekt	6
2.2. Bewertung „Wie es steht“	6
2.2.1. Bestehendes Unternehmenskonzept	6
2.2.2. Vorhandene Ertragskraft	7
2.2.3. bereits eingeleitete bzw. hinreichend konkretisierte Maßnahmen	7
2.3. Synergieeffekte	8
2.4. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen.....	9
2.4.1. Detailplanungsphase	9
2.4.2. Grobplanungs- und Fortführungsphase.....	9
2.5. Management und persönliche Fähigkeiten.....	9
2.6. Ertragsteuer	10
2.6.1. Besteuerung.....	10
2.6.2. Vereinfachungen	11
2.6.3. nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	11
2.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen.....	11
2.8. Eigenkapitalzins	11
2.8.1. Allgemein	12
2.8.2. Basiszinssatz	12
2.8.3. Risikozuschlag.....	12
2.8.4. Mobilitätsrisiko	12
2.9. Anteilsbewertung	12
Literatur	13
Fachgutachten / Empfehlungen	13
Empfehlungen / Hinweise.....	13
Bücher	13
Artikel.....	13
Unterlagen	14

Abbildung 1 Berücksichtigung der Synergieeffekte 8

Beispiel 1 Reinvestition & technischer Fortschritt 7

Beispiel 2: Konkretisierung einer Schischaukel 7

Vorwort

Die Fachgutachten fassen die Bewertungsanlässe zu den Bewertungszwecken objektivierter Unternehmenswert, subjektiver (Entscheidungswert) und Schiedswert zusammen.² Im Gutachten ist der Be-

¹ Das Dokument ist zur Verwendung als PDF gedacht. Nicht alle hinterlegten Internetlinks sind vollständig im Text abgedruckt.

² Vgl. Unterlage *Grundbegriffe*, S. 4;

wertungszweck gem. Rz. 152 KFS/BW 1 offenzulegen. Im Zuge von Überprüfungshandlungen sind die Variablen mit den sich aus dem Bewertungszweck ergebenden Vorgaben zu vergleichen. Die folgende Unterlage setzt sich mit den Unterschieden zwischen objektivierten und subjektiven Wert auseinander, damit dieser Vergleich vorgenommen werden kann.

1. Begriffsbestimmung und Bedeutung

1.1. Subjektiver Wert – Entscheidungswert

Literatur

Richtlinie:

Rz. 19 KFS/BW 1,

Bücher:

Bachl (2015), S. 8,-Mandl / Rabel (1997), S. 66 ff, Moxter (1990), S. 23 ff,-WP-Handbuch II (2014), Tz. A 20 f

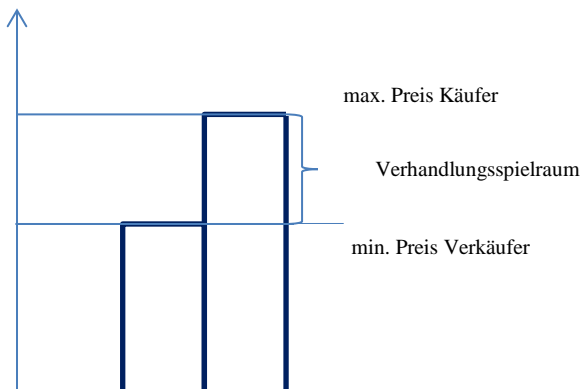
Unterlage:

Grundbegriffe

Subjektiver Unternehmenswert:

ist ein Entscheidungswert. In diesen fließen die subjektiven Vorstellungen und persönlichen Verhältnisse sowie sonstige Gegebenheiten (z.B. Synergieeffekte) des Bewertungssubjekts ein.³

Bei der subjektiven Wertermittlung wird das Unternehmen aus Sicht eines konkreten Investors unter Berücksichtigung seiner speziellen Verhältnisse und Handlungsmöglichkeiten bewertet. Er findet Anwendung bei Entscheidungswerten aber auch bei normorientierten Werten.⁴



Ein **Entscheidungswert** dient vorrangig der Entscheidungsvorbereitung für Unternehmenserwerbe oder -verkäufe und hier der Ermittlung des subjektiven Grenzpreises des jeweiligen Bewertungssubjektes. Diesen Betrag kann der Investor als Kaufpreis (max.) aufwenden, ohne seine ökonomische Situation zu verschlechtern (sogenannter „subjektiver Grenzpreis“).⁵ Dieselbe Überlegung stellt der Verkäufer an und ermittelt den (min.) Verkaufspreis, ab dem sich ein Verkauf rentiert.

Bei **normorientierten Bewertungen** werden subjektive Werte zB im Schadenersatzrecht oder auch in der Rechnungslegung (deutschen Funktionsverlagerungsverordnung oder AFRAC 24 (2015)) herangezogen.⁶

1.1.1. Exkurs: Bewerterbezogenheit

„Subjektiv“ sind Unternehmenswerte auch im Sinne von „bewerterbezogen“: Selbst ohne Eigentümerbezug ist der Unternehmenswert insofern subjektiv, als er persönliche Auffassungen des Bewerter

³ Vgl. Rz. 19 KFS/BW I;

⁴ Vgl. Bachl (2015), S. 8;

⁵ Vgl. Bachl (2015), S. 3;

⁶ Vgl. Bachl (2015), S. 3;

widerspiegelt. Die „Bewerterbezogenheit“ des Unternehmenswertes ist, anders als die „Eignerbezogenheit“, unerwünscht, aber grundsätzlich unvermeidlich.⁷

1.1.2. Exkurs: Ordentlicher oder außerordentlicher Preis

Literatur

Gesetz:

§ 305 f ABGB,

Bücher:

Bachl (2006), S. 16 f, Piltz (1994), S. 92 f,

Ordentlicher (gemeiner) Preis gem. § 305 ABGB:

ergibt sich aus dem Nutzen einer Sache, den sie mit Rücksicht auf Zeit und Ort gewöhnlich und allgemein erbringt. Besondere Vorlieben bleiben dabei unberücksichtigt.

Der „objektive“ Wert ist der Wert, den der Gegenstand allgemein, d.h. für jedermann hat (pretium commune). Er wird durch den im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erzielbaren Verkaufserlös bestimmt. Synonym wird er als „Verkehrswert“, als „Verkaufswert“, als „Normalverkaufswert“, als wahrer oder wirklicher Wert, als „objektiver“, „tatsächlicher“, als „innerer Wert“, als „gemeiner Wert“, als „Marktwert“ bezeichnet.⁸

Sofern beim objektivierten Wert keine Adaptierungen vorgenommen werden, ergibt dieser (idealtypisch) den Verkehrswert (= objektiver Preis).⁹

Sofern Gesetz oder Vereinbarung keine anderslautende Vereinbarung vorsehen, erfolgt gem. § 306 ABGB die Bewertung nach dem ordentlichen Preis.

Außerordentlicher Preis gem. § 305 ABGB:

stellt den Preis unter Berücksichtigung besonderer Verhältnisse und Vorlieben dar.

Der „subjektive“ Wert ist der Wert, den der Gegenstand für eine ganz bestimmte einzelne Person hat (pretium singulare). Er wird synonym als „Interesse“ und „Liebhaberwert“ bezeichnet und ist grundsätzlich nur im Schadenersatz von Bedeutung.¹⁰

1.2. Objektivierter Unternehmenswert

Literatur

Richtlinie:

Rz. 16 KFS/BW 1, Rz. 29 IDW S1

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2011), S. 104 f, Bachl (2015), S. 8 f, Mandl / Rabel (1997), S. 25 f, Moxter (1990), S. 25 f, 33 ff, Wollny (2010), WP-Handbuch II (2014), Tz. A 81 ff

Artikel in Büchern:

Rabel (2010),

Unterlage:

Grundbegriffe

⁷ Vgl. Moxter (1990), S. 24;

⁸ Bachl (2006), S. 16 unter Verweis auf Piltz (1994), S. 93;

⁹ Vgl. Wollny (2010a);

¹⁰ Vgl. Bachl (2006), S. 16;

Objektivierter Unternehmenswert:

ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt.¹¹

Der objektivierte Unternehmenswert stellt nach der Definition von IDW S 1 i.d.F. 2008 einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar.

Er ergibt sich:

- bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept
- unter Einbeziehung aller realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen (-risiken)
- und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren¹².

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes sind oft die dahinterstehenden Normen¹³ zu beachten. Die Wertermittlung weist auch eine starke Nähe zum Marktwert¹⁴ auf.¹⁵ Normorientierte Bewertungen basieren idR auf objektivierten Unternehmenswerten.¹⁶

Während der Begriff des objektivierten Unternehmenswertes im Schrifttum nicht unumstritten ist, sieht die Bewertungspraxis darin einen tragbaren Kompromiss zwischen betriebswirtschaftlicher Bewertungstheorie und den von der Rechtsprechung geprägten Erfordernissen der normorientierten Bewertung.¹⁷

Bei Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte sind die individuellen Verhältnisse des Bewertungssubjekts grundsätzlich uneingeschränkt zu berücksichtigen. Demgegenüber sehen die Fachgutachten IDW S1 und KFS/BW 1 für die objektivierten Werte zahlreiche Beschränkungen des individuellen Ansatzes vor. Sie werden „entsubjektiviert“.¹⁸

KFS/BW 1 versucht das Bewertermessen ??? durch Dokumentationserfordernisse auszuschalten.¹⁹ Generell sind Ermessensspielräume offenzulegen.

1.2.1. Exkurs Objektivierter – objektiver Wert

Vom objektivierten Unternehmenswert ist der objektive Unternehmenswert zu unterscheiden. Der **objektive Unternehmenswert**²⁰ war der bis in die 60er Jahre vorherrschende Bewertungsansatz und basierte auf dem Substanzwert.

Für den **objektivierten Wert**, verstanden als Marktwertfindung, muss eine Entsubjektivierung stattfinden.

1.2.2. Exkurs: Normorientierte Unternehmensbewertung

Literatur

Bücher:

Aschauer / Purtscher (2011), S. 104 f., Bachl (2015), S. 4

¹¹ Vgl. Rz. 16 *KFS/BW 1*;

¹² Rz. 81 *IDW S1*;

¹³ Vgl. Kapitel 1.2.2. Exkurs: Normorientierte Unternehmensbewertung;

¹⁴ Marktwerte dienen der Ermittlung von potentiellen Marktpreisen.

¹⁵ vgl. *Aschauer / Purtscher (2011)*, S. 104;

¹⁶ Zu den Ausnahmen vgl. Kapitel 1.1.;

¹⁷ Vgl. *Bachl (2015)*, S. 9;

¹⁸ Vgl. *Rabel (2010)*, S. 515;

¹⁹ zB Planung Rz. 70, Eigenkapitalzins Rz. 112;

²⁰ Vgl. *Mandl / Rabel (1997)*, S. 7;

Artikel in Büchern:
Rabel (2010),

Normorientierte Bewertungen:

sind Bewertungen, bei denen die aus einer gesetzlichen oder vertraglichen Bestimmung resultierenden Rechtsansprüche vom Wert eines Unternehmens(anteils) abhängig sind.²¹

Soweit die Unternehmensbewertung daher zur Bemessung von Rechtsansprüchen dient, hat sie sich an der Zwecksetzung jener Normen zu orientieren, die für den konkreten (gesetzlichen) Bewertungsanlass maßgeblich sind (**Maßgeblichkeit der rechtlichen Wertungen**).²² Daher obliegt es der Rechtsordnung, die Bewertungsziele vorzugeben, während es Aufgabe der Betriebswirtschaftslehre ist, die zieladäquaten Bewertungsmethoden zu bestimmen. Unterschiedliche Normzwecke führen zu unterschiedlichen Bewertungszwecken und damit in der Regel auch zu unterschiedlichen Bewertungsergebnissen.²³

1.3. Schiedswert

Literatur

Richtlinie:

Rz. 20 KFS/BW 1

Bücher:

Bachl (2015), S. 9, Mandl / Rabel (1997), S. 386 ff, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 26 ff

Unterlage:

Grundbegriffe

Schiedswert:

wird in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wertvorstellungen der Parteien ausschließlich nach sachlichen Gesichtspunkten festgestellt oder vorgeschlagen.²⁴

Schiedswerte werden in einer Konfliktsituation ermittelt, wenn es darum geht, einen fairen und angemessenen Ausgleich zwischen den widerstreitenden Interessen verschiedener Parteien herzustellen.²⁵

2. Vergleich subjektiver – objektiver Wert

Literatur

Bücher:

Peemöller (2012), S. 37, Wollny (2010), S. ,

Artikel in Büchern:

Rabel (2010)

Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte werden individuelle Ansätze beschränkt.

- Finanzielle Überschüsse
 - Bestehendes Unternehmenskonzept als Prognosebasis
 - Synergieeffekte
 - Ausschüttungsverhalten
 - Managementfaktoren
 - Ertragsteuern der Unternehmenseigner

²¹ Vgl. Bachl (2015), S. 4

²² Vgl. Rabel (2010), S. 512 und die dort angeführte Lit.;

²³ Vgl. Rabel (2010), S. 512;

²⁴ Vgl. Rz. 20 KFS/BW 1;

²⁵ Bachl (2015), S. 9;

- Diskontierungssatz
 - Aktienportfolio als Alternativinvestition
 - Basiszinssatz
 - Risikoprämie auf Basis kapitalmarkttheoretischer Modelle
- Weitere Beschränkungen
 - Bewertungssubjekt
 - Indirekte Anteilsbewertung (d.h. Aufteilung Gesamtwert nach Quote)
 - Mobilitätsrisiko nur bei begrenzter Behaltdauer

Die Typisierungen in KFS/BW 1 und IDW S1 stimmen nicht ganz überein.

2.1. Bewertungssubjekt

Literatur

Bücher:

Bachl (2015), S. 9,

Noch nicht wirklich geklärt ist die Frage inwieweit eine Typisierung auf Ebene des Bewertungsobjektes erforderlich ist. KFS/BW 1 verweist auf die rechtlichen Vorgaben, IDW S1 trifft Typisierungen die in den einzelnen Kapiteln eingebaut sind.²⁶

2.2. Bewertung „Wie es steht“

2.2.1. Bestehendes Unternehmenskonzept

Literatur

Richtlinie:

Rz. 79 KFS/BW 1, Rz. 29 IDW S1

Bücher:

Bachl (2015), S. 8 f., Wollny (2010), S. 167 ff., WP-Handbuch II (2014), Tz. A 82,

<u>Unternehmenskonzept:</u>

findet seinen Niederschlag in einer im Regelfall mittelfristigen Unternehmensplanung. ²⁷

Wollny (2010), S. 169 sieht die Gleichsetzung von Planung mit Konzept als zu eng ge-griffen. Die Planung sei nur ein Teil des Unternehmenskonzeptes.

Ein Unternehmenskonzept könnte durch folgende Themenkreise, jeweils dokumentiert durch quantitative Planungen und Erläuterungen hierzu, beschrieben werden:²⁸

- die Beschreibung der anzubietenden Produkte und Dienstleistungen (Ist und Plan),
- die Beschreibung der zu bearbeitenden Märkte (Ist und Plan),
- die Beschreibung der Rolle des Unternehmens auf diesen Märkten (Ist und Plan),
- die Beschreibung der notwendigen Kapazitäten hinsichtlich Menschen, Produktionsmittel und Finanzen (Ist und Plan),
- die Beschreibung der Maßnahmen in den Bereichen Forschung und Entwicklung, Produktion, Vertrieb und Finanzen, um diese Ziele zu erreichen.

Wichtig ist zunächst die Festlegung auf das zum Bewertungsstichtag bestehende Unternehmenskonzept. Nur jene Zukunftserwartungen dürfen in die Bewertung einfließen, die auf Basis des vorhandenen Unternehmenskonzeptes vernünftigerweise realisiert werden können. Jene Effekte, die sich aus dem Verkauf oder Erwerb des Unternehmens selbst ergeben (zB Synergieeffekte), sind bei objektivierten Bewertungen nicht zu berücksichtigen.²⁹

²⁶ Bachl (2015), S. 9;

²⁷ WP-Handbuch II (2014), Tz. A 82;

²⁸ Wollny (2010), S. 169;

²⁹ Bachl (2015), S. 8;

2.2.2. Vorhandene Ertragskraft

Literatur

Richtlinie:

Rz. 79 KFS/BW 1, Rz. 32 IDW S1

Bücher:

Wollny (2010), S. 193 ff, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 86;

Grundsätzlich basiert die vorhandene Ertragskraft auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren.³⁰ Die Planung von Reinvestitionen steht dem nicht entgegen. Reinvestitionsn sind als Ersatzinvestitionen unter Berücksichtigung des technologischen Wandels zu planen.³¹ Zu berücksichtigen sind auch bereits eingeleitete bzw. hinreichend konkretisierte Maßnahmen.

Beispiel 1 Reinvestition & technischer Fortschritt

Die Prozessorgeschwindigkeit erhöhte sich in der Vergangenheit um den Faktor 1,2 pro Jahr. Sofern keine Hinweise auf eine künftige Verlangsamung vorliegen, wird man in der Detailplanungsphase eines Rechenzentrums dies berücksichtigen können.

2.2.3. bereits eingeleitete bzw. hinreichend konkretisierte Maßnahmen

Literatur

Richtlinie:

Rz. 79 KFS/BW 1, Rz. 32 IDW S1

Bücher:

Bachl (2015), S. 8 f, Wollny (2010), S. 129, 162, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 87;

Maßnahmen:

sind Entscheidungen (zB Investitionen / Desinvestitionen) die Auswirkung auf die Ertrags- oder Finanzkraft haben.³²

Maßnahmen sind zu berücksichtigen³³

- wenn sie bereits eingeleitet, oder
- hinreichend konkretisiert sind.
- Die Konkretisierung muss auch dokumentiert sein.
- Die Maßnahme muss über den Status einer reinen Idee hinausgehen.

Die Konkretisierung ist im Hinblick auf die notwendige Nachvollziehbarkeit des Gutachtens zu beurteilen. Dabei sollte auch die (zB im Abgabenrecht normierte) Beweisvorsorgepflicht beachtet werden.

Beispiel 2: Konkretisierung einer Schischaukel

Ein Liftunternehmer plant zwei Schigebiete zu einer Schischaukel zu vereinen. Mögliche Konkretisierungen sind: Beauftragung einer Umweltverträglichkeitsprüfung, Angebotseinholung bei einem Lifthersteller, Vorgespräche bei der Umweltschutzbehörde.

Eine brauchbare Abgrenzung des gegebenen Unternehmensumfangs kann bei Gesellschaften mit Aufsichtsrat oder einem vergleichbaren Kontrollorgan in der, von diesem genehmigten Vorhaben, deren erfolgsmäßiger Abbildung und in der ebenfalls vom ihm genehmigten Unternehmensplanung gegeben sein.³⁴

Für die Prognose der nachhaltigen Überschüsse nach dem Detailplanungszeitraum (ewige Rente) bilden vor allem allgemeine Markt- und Branchenerwartungen die Grundlage. Die Konkretisierung hierzu korrespondierender Maßnahmen ist am Bewertungsstichtag naturgemäß nicht gegeben. Zeichnet sich zum Bewertungsstichtag für das zu bewertende Unternehmen oder für eine Branche jenseits des Detailplanungszeitraums z.B. ein Restrukturierungsbedarf ab, so ist es sachgerecht, diese Entwicklung

³⁰ WP-Handbuch II (2014), Tz. A 86;

³¹ Vgl. Wollny (2010), S. 193;

³² vgl. Wollny (2010), S. 129;

³³ Vgl. Wollny (2010), S. 162;

³⁴ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 87;

im Ansatz des nachhaltigen Ergebnisses zu berücksichtigen, selbst wenn konkrete Maßnahmen im Unternehmenskonzept oder in der Unternehmensplanung noch nicht verankert sind.³⁵

2.3. Synergieeffekte

Literatur

Richtlinie:

Rz. 88 KFS/BW 1, Rz. 34 IDW S1

Bücher:

Mandl / Rabel (1997), S. 163, Wollny (2010), S. 129, 178 ff, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 89 ff,

Artikel in Zeitschriften:

Hager (2014),

Synergieeffekte:

darunter versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entsteht und dazu führt, dass der Gesamtbetrag der finanziellen Überschüsse von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweicht.³⁶

IDW S1 unterscheidet zwischen unechten und echten Synergieeffekten. KFS/BW 1 zwischen realisierten und nicht realisierten Synergieeffekten. Die Begriffspaare sind deckungsgleich.^{37/38}

Abbildung 1 Berücksichtigung der Synergieeffekte³⁹

Synergieeffekte	Regelung	Berücksichtigung bei	
		obj. Wert	subj. Wert
echte	Rz. 50 S1	nein	ja
unechte	Rz. 34 S1	ja	ja
nicht realisierte	Rz. 88 BW1	nein	ja
realisierte	Rz. 88 BW1	ja	ja

Unechte Synergieeffekte:

sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁴⁰

Beispiel unechte Synergieeffekte:⁴¹

- Ausnutzung von Größeneffekten,
- verbessertes Cash-Management,
- Kostenreduktion durch wechselseitige Nutzung bzw. Zusammenlegung von Verwaltungsfunktionen und der IT,
- steuerliche Verlustvorträge

Künftig zu realisierende unechte Synergien und Verbundvorteile setzen i.d.R. eine Veränderung des Unternehmenskonzepts bzw. konkrete Annahmen über das Kooperationsunternehmen voraus.⁴² Für ihre Berücksichtigung beim objektivierten Wert müssen die synergiestiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sein.⁴³

³⁵ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 88;

³⁶ Rz. 87 KFS/BW 1, entspricht sinngemäß Rz. 33 IDW S1;

³⁷ Vgl. Aschauer / Purtscher (2014), S. 794;

³⁸ Da sich das Begriffspaar nicht realisierte und realisierte Synergien in der Literatur nicht durchsetzte wird es weiter nicht verwendet.

³⁹ Aus Hager (2014), S. 1127

⁴⁰ Vgl. Rz.34 IDW S1;

⁴¹ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 89;

⁴² Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 91;

⁴³ Vgl. Rz 34 IDW S1;

Echte Synergieeffekte:

sind sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergebende Synergieeffekte.⁴⁴

Beispiel echte Synergieeffekte:⁴⁵

- Know-How-Transfer,
- Zusammenarbeit bei Forschung und Entwicklung,
- Ergänzung der jeweiligen Produktportfolios,
- gemeinsame Nutzung bestehender Vertriebsorganisationen

Mit Ausnahme des Teilwertes sind echte Synergien bei der Ermittlung steuerlicher Werte unbeachtlich.

2.4. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen

Literatur

Richtlinie:

Rz. 80 KFS/BW 1, Rz. 36 ff IDW S1

Bücher:

Wollny (2010), S. 171, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 92 ff,

Für das Finanzierungs- und Ausschüttungsverhalten sind Detailplanungsphase einerseits und Grobplanungs- bzw. Fortführungsphase andererseits auseinanderzuhalten.

2.4.1. Detailplanungsphase

In der Detailplanungsphase ist auf die Planwerte zurückzugreifen. Dabei ist auf die rechtlichen Restriktionen zu achten. Die Ausschüttungen müssen mit den geplanten Investitionen und Finanzierungsannahmen konsistent sein. Es ist daher eine integrierte Planung erforderlich.

2.4.2. Grobplanungs- und Fortführungsphase

In der Grobplanungs- und Rentenphase ist auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstum und Thesaurierung zu achten.⁴⁶ Nach der Detailplanungsphase gibt es keine integrierte Planung mehr, weshalb Fehler häufiger auftreten.

Das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens wird äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sein, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge wird die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung getroffen.⁴⁷

2.5. Management und persönliche Fähigkeiten

Literatur

Richtlinie:

Rz. 81 f KFS/BW 1, Rz. 38 ff IDW S1, Rz. 22 ff BStBK (2014),

Bücher:

Wollny (2010), S. 167, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 105 ff,

KFS/BW 1 geht beim Faktor Management davon aus, dass das bisherige Management weiter zur Verfügung steht.⁴⁸ Dies entspricht auch der Judikatur des VwGH zum gemeinen Wert (6.10.1980, 2915/78, 14.1.1991, 89/15/0003). Wenn feststeht, dass dies nicht der Fall ist wird eine typische Ma-

⁴⁴ Vgl. Rz.50 IDW S1;

⁴⁵ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 89;

⁴⁶ Rz. 80 KFS/BW 1;

⁴⁷ Rz. 37 IDW S1;

⁴⁸ Vgl. Rz. 81 KFS/BW 1;

nagementleistung unterstellt. IDW S1 geht hingegen bei einem Managementwechsel von einem gleichwertigen Management aus.⁴⁹

Der Werteinfluss eines über- oder unterdurchschnittlich qualifizierten (bzw. erfolgreichen) Managements kann nach dem derzeitigen Stand der Betriebswirtschaftslehre kaum intersubjektiv nachvollziehbar quantifiziert werden.⁵⁰ Daher kommen Wertzuschläge oder Wertabschläge aufgrund einer über- bzw. unterdurchschnittlichen Qualifikation der (bisherigen) Geschäftsführung grundsätzlich nicht in Betracht.

Bei personenbezogenen Unternehmen sind personenbezogene Erfolgsfaktoren des Management, die typischerweise nicht realisiert werden können, auszuschneiden.⁵¹ Die Abgrenzung ist jedoch schwer.

Wichtig ist, dass für den Unternehmer und seine mitarbeitenden Angehörigen fremdübliche Entgelte angesetzt werden. Die Höhe des **Unternehmerlohns** wird nach der Vergütung bestimmt, die eine nichtbeteiligte Geschäftsführung erhalten würde.⁵²

In diesem Zusammenhang sollte noch auf die Diskussion⁵³ zur übertragbaren Ertragskraft hingewiesen werden. Diese ist oftmals mit dem Bewertungszweck der normorientierten Unternehmensbewertung nicht vereinbar.

2.6. Ertragsteuer

Literatur

Richtlinie:

Rz. 83 ff KFS/BW 1, Rz. 31, 43 ff IDW S1

Artikel in Zeitschriften:

Hager (2014), 1127,

Bei den Ertragsteuern ist zwischen den Unternehmensteuern (zB KSt) und persönlichen Ertragsteuern (zB KESt) zu unterscheiden. Weiters muss bei den Vereinfachungen auf die Situation im betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögen Bedacht genommen werden. Steuern sind im Ertrag und im Zinssatz zu beachten, wobei CAPM Werte nach Unternehmensteuern erbringt. Vereinfachungen sind jeweils gleichlautend im Zähler und Nenner zu beachten.

Nicht immer führen Vereinfachungen zum selben Ergebnis wie die vollständige Berechnung. Das richtige Ergebnis ist immer jenes nach Unternehmensteuer und persönlichen Ertragsteuern. Die Vorgaben von KFS/BW 1 und IDW S1 für die Ertragsteuern unterscheiden sich deutlich.

2.6.1. Besteuerung

KFS/BW 1 bestimmt für den objektivierten Wert: Die Berücksichtigung der Ertragsteuern richtet sich nach der Rechtsform des Bewertungsobjekts in Verbindung mit der Rechtsform des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag. Rechtsformänderungen sind zu berücksichtigen, wenn diese Änderungen zum Bewertungsstichtag zu erwarten sind (zB Verkehrswert bei Einbringung in GmbH Steuern wie bei GmbH auch wenn ein Einzelunternehmen eingebracht wird). Es besteht hier kein Unterschied zur subjektiven Wertermittlung.

IDW S1: Die Steuer wird für ein typisiertes Bewertungsobjekt (natürliche Person, im Inland steuerpflichtig) mit typischem Steuersatz ermittelt. Der objektivierte und der subjektive Wert weichen deutlich voneinander ab.

⁴⁹ Vgl. Rz. 34 f IDW S1;

⁵⁰ WP-Handbuch II (2014), Tz. A 106 unter Verweis auf Kittner, DB 1997, S. 2285 (2286, 2288 f.), und Hayn, DB 2000, S. 1346 (1349);

⁵¹ Vgl. dazu zB VwGH 26.06.2014, 2011/15/0028 wonach persönlicher Ruf und Bekanntheitsgrad nicht auf andere Personen übertragbar sind.

⁵² Zum Begriff vgl. Rz. 146 KFS/BW 1, Rz. 40 IDW S1;

⁵³ Vgl. BStBK (2014), Rz. 22 ff;

Dem Marktwert kommt IDW S1 näher, der Wert von KFS/BW 1 hat mehr mit dem konkreten Wertverhältnissen zu tun. Die Typisierung von IDW S1 ist umstritten. Die Methoden dürfen nicht vermischt werden.

2.6.2. Vereinfachungen

KFS/BW 1 sieht für objektivierte Bewertung vor:

1. bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften können die persönlichen Ertragsteuern außer Acht gelassen werden (Rz. 84).
2. Bei der Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften können wie Kapitalgesellschaften bewertet werden, d.h. KSt & KESt, oder vereinfacht nur KSt (Vgl. Rz. 86).

Die erste Vereinfachung ist idR nur mit einer geringfügigen Abweichung verbunden, die zweite ist schon eine eher grobe Herangehensweise. In Anbetracht, dass es für Österreich keine anerkannten Tax-CAPM-Daten gibt erscheint dies mE jedoch zulässig.⁵⁴

Beim subjektiven Wert sind Vereinfachungen auftragsbezogen zulässig,⁵⁵ IDW S1 kennt keine vergleichbaren Vereinfachungen.

2.6.3. nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Bei der Bewertung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen kommt die vereinfachende Nichtberücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern nicht in Betracht.⁵⁶ Dies entspricht IDW S1. Beim subjektiven Wert besteht kein Unterschied.

2.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen

Literatur

Richtlinie:

Rz. 29 f KFS/BW 1,

Artikel in Zeitschriften:

Baldauf / Pummerer (2007), Mandl / Rabel (2006),

Transaktionskosten:

sind die Kosten, die in Verbindung mit dem Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens(anteiles) anfallen.⁵⁷

Transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen:

darunter sind verkäuferseitige Ertragsteuerbelastungen aus einem Veräußerungsgewinn und käuferseitig Ertragsteuerersparnisse aus einem erhöhten Abschreibungspotential zu verstehen.⁵⁸

Transaktionsbedingte Kosten und Steuern sind bei subjektiven Werten zu berücksichtigen, bei objektivierten Werten idR nicht.⁵⁹ IDW S1 enthält keine vergleichbare Bestimmung.

Zu beachten ist jedoch, dass die als Erwerberwerte definierten Wertansätze (Teilwert, fiktive Anschaffungskosten) die Anschaffungsnebenkosten enthalten.

2.8. Eigenkapitalzins

Literatur

Richtlinie:

Rz. 103 ff KFS/BW 1, Rz. 114 ff IDW S1

⁵⁴ Vgl. Hager (2014), 1127

⁵⁵ Vgl. Rz. 93 KFS/BW 1;

⁵⁶ Vgl. Rz. 84 KFS/BW 1;

⁵⁷ Vgl. Mandl / Rabel (2006), S. 103;

⁵⁸ Vgl. Mandl / Rabel (2006), S. 103;

⁵⁹ Zur Kritik vgl. Baldauf / Pummerer (2007);

Bücher:

Bachl (2015), S. 32 ff, Wollny (2010), S. 305 ff, WP-Handbuch II (2014), Tz. A 309 ff;

2.8.1. Allgemein

Die **Rendite des Eigenkapitals** setzt sich aus dem Basiszinssatz (d.i. die Rendite einer sicheren Investition zB österreichische Staatsanleihe) und dem Risikozuschlag (siehe folgendes Kapitel) zusammen. Die Ermittlung dieser Variablen ist beim **objektivierten Wert** eng normiert. Es werden zwei Komponenten ermittelt: Basiszinssatz und Risikozuschlag (bestehend aus Marktrisikoprämie und Betafaktor).

Der Zinssatz beim **subjektiven Wert** unterliegt keinen Einengungen. Meist orientiert er sich zwar an den Kapitalmarktverhältnissen (entsprechend dem objektivierten Wert), es ist jedoch auch zulässig individuelle Verhältnisse bzw Vorgaben des jeweiligen Bewertungssubjekts (zB hurdle rate = Mindestverzinsung, hurdle eng. Hürde) zu berücksichtigen.

2.8.2. Basiszinssatz

Bei der **objektivierten Bewertung** ist der Basiszinssatz aus einer risikolosen Kapitalanleihe unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz⁶⁰ aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten.⁶¹ Diese Berechnung erfolgt nach der *Svensson-Formel*. Nicht übernommen wurde die Möglichkeit, die am Bewertungsstichtag bestehende Effektivrendite⁶² einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren als alternative Berechnung heranzuziehen.

Die Ausführungen zum Basiszinssatz gelten für die Sicherheitsäquivalenz- und die Risikozuschlagsmethode.⁶³ Die Ausführungen zum Risikozuschlag im folgenden Kapitel nur für letztere.

2.8.3. Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird aus der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor ermittelt. Die Risikozuschläge werden beim objektivierten Unternehmenswert aus Kapitalmarktdaten abgeleitet, idR auf Grundlage des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das Tax-CAPM erweitert dieses Modell um die persönlichen Ertragsteuern. Daneben gibt es noch weitere kapitalmarktorientierte Modelle, die jedoch in der Praxis nicht sehr verbreitet sind. Ein Abweichen von den Modellannahmen⁶⁴ ist beim objektivierten Unternehmenswert zu begründen. Zum subjektiven Wert siehe Kapitel 2.8.1.

2.8.4. Mobilitätsrisiko

Literatur

Richtlinie:

Rz. 102 KFS/BW 1

Artikel in Zeitschriften:

Hager (2014), S. 1131,

Beim objektivierten Wert darf ein Mobilitätsrisiko nur bei begrenzter Behaltdauer berücksichtigt werden.⁶⁵ In IDW S1 gibt es keine vergleichbare Bestimmung.

2.9. Anteilsbewertung

Literatur

Richtlinie:

Rz. 149 KFS/BW 1, Rz. 13 IDW S1

Der Wert für einen Unternehmensanteil kann direkt oder indirekt ermittelt werden. Bei der **direkten Anteilsbewertung** wird der Anteilswert direkt aus den Zahlungsströmen zwischen dem Unternehmen

⁶⁰ Vgl. Unterlage: [Äquivalenzprinzipien](#);

⁶¹ Vgl. Rz. 104 KFS/BW 1;

⁶² Vgl. Hager (2014), S 1128;

⁶³ Vgl. Unterlage: [Unsicherheit in der Unternehmensbewertung](#);

⁶⁴ Zu deren Ermittlung vgl. Bachl (2015), S. 34 ff;

⁶⁵ Vg. Rz. 102 KFS/BW 1;

und dem einzelnen Anteilseigner abgeleitet. Bei der **indirekten Anteilsbewertung** wird der Wert des Unternehmensanteils aus dem Gesamtwert des Unternehmens abgeleitet.⁶⁶ Für die objektivierte Unternehmensbewertung ist eine indirekte Anteilsbewertung vorzunehmen.⁶⁷

Die Berücksichtigung von Minderheitsab- oder -zuschlägen ist unzulässig.⁶⁸ Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.⁶⁹

Literatur

Fachgutachten / Empfehlungen

- AFRAC: „Stellungnahme 24: Beteiligungsbewertung (UGB)“, <http://www.afrac.at/>, Stand: Nov 2016, zitiert: *AFRAC 24 (2015)*;
- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1; zitiert: *KFS/BW I*;
- IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, IDW Standards IDW S 1 i.d.F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 02.04.2008); zitiert: *IDW S1*;

Empfehlungen / Hinweise

- Bundessteuerberaterkammer: „Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“ vom 13.3.2014, zitiert: *BStBK (2014)*;

Bücher

- Aschauer / Purtscher: „Einführung in die Unternehmensbewertung“, Linde, 2011; zitiert: *Aschauer / Purtscher (2011)*;
- Bachl: „Unternehmensbewertung in der gesellschaftsrechtlichen Judikatur“, Lexisnexis, 2006; zitiert: *Bachl (2006)*;
- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung, Lexis 2015, zitiert: *Bachl (2015)*;
- IDW (Hrsg.): WP Handbuch 2014, Band II; IDW-Verlag 2014; zitiert: *WP-Handbuch II (2014)*;
- Kranebitter / Maier: „Unternehmensbewertung für Praktiker“, 3. Auflage Linde 2017, zitiert: *Kranebitter / Maier (2017)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997; zitiert: *Mandl / Rabel (1997)*;
- Moxter: „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“, Gabler 1990 zitiert: *Moxter (1990)*;
- Peemöller (Hrsg.): „Praxishandbuch der Unternehmensbewertung“, NWB Verlag 2012; zitiert: *Peemöller (2012)*;
- Piltz: „Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung“, IDW 1994; zitiert: *Piltz (1994)*;
- Rabel: „Normwerte in der Bewertungspraxis“, in Königsmayer u.a.: „Unternehmensbewertung - FS Mandl“, Linde, 2010, zitiert: *Rabel (2010)*;
- Wollny: „Der objektivierte Unternehmenswert“, NBW 2010; zitiert: *Wollny (2010)*;

Artikel

- Aschauer / Purtscher: „Neue Regeln für die Unternehmensbewertung“, *ecolex* 2014, 791; zitiert: *Aschauer / Purtscher (2014)*;
- Baldauf / Pummerer: „Transaktionsbedingte Ertragsteuern bei der Bewertung personenbezogener Unternehmen“, *RWZ* 2006/77, zitiert: *Baldauf / Pummerer (2007)*;

⁶⁶ Rz 13 *IDW S1*;

⁶⁷ Rz 13 *IDW S1*, bei Rz 149 *KFS/BW I* „in der Regel“;

⁶⁸ Rz 149 *KFS/BW I*;

⁶⁹ Rz 149 *KFS/BW I*;

- Hager: „[Das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung](#)“, SWK 2014, 1121, zitiert: *Hager (2014)*;
- Mandl / Rabel: Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S1 (2005) und KFS/BW 1“ RZW 2006, 102, zitiert: *Mandl / Rabel (2006)*;
- Wollny: „Führt der objektivierte Unternehmenswert zum Verkehrswert?“ – eine Begriffsbestimmung“, BP 2010, 10, zitiert: *Wollny (2010a)*;

Unterlagen

- Hager: „[Äquivalenzprinzipien](#)“, Basisseminar BFA, Stand Juli 2016, zitiert: *Hager (Äquivalenz)*;
- Hager: „[Grundbegriffe](#)“, Basisseminar BFA, Stand Februar 2015, zitiert: *Hager (Grundbegriffe)*;
- Hager: „[Unsicherheit in der Unternehmensbewertung](#)“, Basisseminar BFA, Stand Oktober 2015, zitiert: *Hager (Unsicherheit)*;