

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

Vorwort	2
1. Begriffsbestimmung	2
1.1. Objektivierter Unternehmenswert.....	2
1.2. Subjektiver Wert – Entscheidungswert	2
1.3. Schiedswert	2
2. Vergleich subjektiver – objektivierter Wert	2
2.1. Bewertungssubjekt	3
2.2. Bewertung „Wie es steht und liegt“	3
2.2.1. Bestehendes Unternehmenskonzept	3
2.2.2. Vorhandene Ertragskraft	4
2.2.3. Bereits eingeleitete bzw. hinreichend konkretisierte Maßnahmen.....	4
2.3. Synergien	5
2.3.1. Unechte Synergieeffekte	5
2.3.2. Echte Synergieeffekte	6
2.4. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen	6
2.4.1. Detailplanungsphase	6
2.4.2. Grobplanungs- und Fortführungsphase.....	6
2.5. Management und persönliche Fähigkeiten.....	6
2.6. Ertragsteuer	7
2.6.1. Besteuerung.....	7
2.6.2. Vereinfachungen	8
2.6.3. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	8
2.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen.....	8
2.8. Eigenkapitalzins	8
2.8.1. Basiszinssatz	9
2.8.2. Risikozuschlag.....	9
2.8.3. Mobilitätsrisiko	9
2.9. Anteilsbewertung	9
Literatur	10
Fachgutachten	10
Empfehlungen / Hinweise.....	10
Judikatur.....	10
Bücher	10
Artikel.....	10
(noch) nicht veröffentlichte Artikel.....	10
Unterlagen	11
In Arbeit.....	11
Stichwortverzeichnis	11

Abbildung

Abbildung 1 Berücksichtigung der Synergieeffekte	5
--	---

Beispiel

Beispiel 1 Reinvestition & technischer Fortschritt	4
Beispiel 2: Konkretisierung einer Schischaukel	4

¹ 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.

Vorwort

Die Fachgutachten fassen die Bewertungsanlässe zu den Bewertungszwecken objektivierter Unternehmenswert, subjektiver (Entscheidungswert) und Schiedswert zusammen.² Im Gutachten ist der Bewertungszweck gem. *KFS/BW I* Rz. 152 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

1.1. Objektivierter Unternehmenswert³

Objektivierter Unternehmenswert { XE "Objektivierter Unternehmenswert" \b }:

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.⁴

1.2. Subjektiver Wert – Entscheidungswert⁵

Subjektiver Unternehmenswert { XE "subjektiver Unternehmenswert" \b }:

ist ein Entscheidungswert. In diesen fließen die subjektiven Vorstellungen und persönlichen Verhältnisse sowie sonstige Gegebenheiten (z.B. Synergieeffekte) des Bewertungssubjekts ein.⁶

1.3. Schiedswert⁷

Schiedswert { XE "Schiedswert" \b } { XE "Arbitriumwert" \t "Siehe Schiedswert" }:⁸

wird in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wertvorstellungen der Parteien ausschließlich nach sachlichen Gesichtspunkten festgestellt oder vorgeschlagen.⁹

2. Vergleich subjektiver – objektivierter Wert

Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte werden individuelle Ansätze beschränkt.

- Finanzielle Überschüsse
 - Bestehendes Unternehmenskonzept als Prognosebasis (Vgl. Kap. 2.2.1),
 - Synergieeffekte (Vgl. Kap. 2.3),
 - Ausschüttungsverhalten (Vgl. Kap. 2.4),
 - Managementfaktoren (Vgl. Kap. 2.5),
 - Ertragsteuern der Unternehmenseigner (Vgl. Kap. 2.6.),

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

³ Zur Vertiefung: Unterlage (*Bew-Anl, nn publiziert*), Kap. 2.2.A.

⁴ Vgl. *KFS/BW I* Rz. 16.

⁵ Zur Vertiefung: Unterlage (*Bew-Anl, nn publiziert*), Kap. 2.2.B.

⁶ Vgl. *KFS/BW I* Rz. 19.

⁷ Zur Vertiefung: Unterlage (*Bew-Anl, nn publiziert*), Kap. 2.2.C.

⁸ Synonyme: Arbitriumwert (von lat. arbitrium für Spruch des Schiedsrichters).

⁹ Vgl. *KFS/BW I* Rz. 20.

- Diskontierungssatz
 - Aktienportfolio als Alternativinvestition (Vgl. Kap.),
 - Basiszinssatz (Vgl. Kap. 2.8.1.),
 - Risikoprämie auf Basis kapitalmarkttheoretischer Modelle (Vgl. Kap. 2.8.2.),
 - Mobilitätsrisiko nur bei begrenzter Behaltdauer (Vgl. Kap. 2.8.3) und
- Weitere Beschränkungen
 - Bewertungssubjekt (Vgl. Kap. 2.1).

Die Typisierungen in KFS/BW 1 und IDW S1 stimmen nicht ganz überein.¹⁰

2.1. Bewertungssubjekt{ XE "Bewertungssubjekt" }¹¹

Die beim objektivierten Wert erforderlichen Typisierungen werden in den Fachgutachten unterschiedlich gesehen. KFS/BW 1 verweist auf die rechtlichen Vorgaben, IDW S 1 trifft Typisierungen, die in den einzelnen Kapiteln eingebaut sind.¹²

2.2. Bewertung „Wie es steht und liegt“

Die möglichen Entwicklungen eines Unternehmens werden für die Planung beim objektiviert Wert eingengt. Das Unternehmen ist zu bewerten „wie es steht und liegt“.

Die Planung :

- a) muss auf dem bestehenden Unternehmenskonzept beruhen,
- b) darf nur die vorhandene Ertragskraft und
- c) bereits eingeleitete bzw. hinreichend konkretisierte Maßnahmen berücksichtigen.

2.2.1. Bestehendes Unternehmenskonzept¹³

<p><u>Unternehmenskonzept{ XE "Unternehmenskonzept" \b }:</u> findet seinen Niederschlag in einer im Regelfall mittelfristigen Unternehmensplanung{ XE "Unternehmensplanung" \b }.¹⁴</p>

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

Ein Unternehmenskonzept könnte durch folgende Themenkreise, jeweils dokumentiert durch quantitative Planungen und Erläuterungen hierzu, beschrieben werden:¹⁵

- 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

¹⁰ Vgl. Mandl / Rabel (2006).

¹¹ Zur Vertiefung: KFS/BW 1 Rz. 9; Bachl (2018), S. 10; WPH-Edition (2018), Tz. A 48; Unterlage (Grundbegriffe), S. 3 f, Bewertungshilfe, Stichwort: [Bewertungssubjekt](#).

¹² Bachl (2018), S. 12.

¹³ Zur Vertiefung: KFS/BW 1 Rz. 79; IDW S 1 Rz. 29; Bachl (2018), S. 11; Wollny (2010), S. 167 ff; WPH-Edition (2018), Tz. A 261 ff

¹⁴ WPH-Edition (2018), Tz. A 262.

¹⁵ Wollny (2010), S. 169.

Verkauf oder Erwerb des Unternehmens selbst ergeben (zB Synergieeffekte), sind bei objektivierten Bewertungen nicht zu berücksichtigen.¹⁶

2.2.2. Vorhandene Ertragskraft¹⁷

Grundsätzlich basiert die **vorhandene Ertragskraft**{ XE "Ertragskraft, vorhandene" } auf den zum Bewertungsstichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren.¹⁸ Die Planung von Reinvestitionen steht dem nicht entgegen. Reinvestitionen sind als Ersatzinvestitionen unter Berücksichtigung des technologischen Wandels zu planen.¹⁹ 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 Maßnahmen²⁰

Maßnahmen{ XE "Maßnahmen" }:
sind Entscheidungen (zB Investitionen / Desinvestitionen) die Auswirkung auf die Ertrags- oder Finanzkraft haben.²¹

Maßnahmen sind zu berücksichtigen²²

- 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{ XE "Nachvollziehbarkeit:Maßnahme" } des Gutachtens zu beurteilen. Dabei sollte auch die (zB im Abgabenrecht normierte) Beweisvorsorgepflicht{ XE "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.²³

Für die Prognose der nachhaltigen Überschüsse nach dem Detailplanungszeitraum (ewige Rente) bilden vor allem allgemeine Markt- und Branchenerwartungen die Grundlage. Die Konkretisierung der dafür erforderlichen 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 im Ansatz

¹⁶ *Bachl (2018)*, S. 11.

¹⁷ Zur Vertiefung: *KFS/BW I Rz. 79; IDW S I Rz. 32; Wollny (2010)*, S. 193 ff; *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 266.

¹⁸ *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 266.

¹⁹ Vgl. *Wollny (2010)*, S. 193.

²⁰ Zur Vertiefung: *KFS/BW I Rz. 79; IDW S I Rz. 32; Bachl (2018)*, S. 11 f; *Wollny (2010)*, S. 129, 162; *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 266.

²¹ vgl. *Wollny (2010)*, S. 129.

²² Vgl. *Wollny (2010)*, S. 162.

²³ Vgl. *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 267.

des nachhaltigen Ergebnisses zu berücksichtigen, selbst wenn konkrete Maßnahmen im Unternehmenskonzept oder in der Unternehmensplanung noch nicht verankert sind.²⁴

2.3. Synergien²⁵

Synergieeffekte{ XE "Synergieeffekte" \b }:

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.²⁶

IDW S 1 unterscheidet zwischen unechten und echten Synergieeffekten. KFS/BW 1 zwischen realisierten{ XE "Synergieeffekte: realisierte" } und nicht realisierten Synergieeffekten{ XE "Synergieeffekte:nicht realisierte" }. Die Begriffspaare sind deckungsgleich.^{27 28}

Abbildung 1 Berücksichtigung der Synergieeffekte²⁹

Synergieeffekte	Regelung	Berücksichtigung bei	
		obj. Wert	subj. Wert
echte	IDW S 1 Rz. 50	nein	ja
unechte	IDW S 1 Rz. 34	ja	ja
nicht realisierte	KFS/BW 1 Rz. 88	nein	ja
realisierte	KFS/BW 1 Rz. 88	ja	ja

2.3.1. Unechte Synergieeffekte

Unechte Synergieeffekte{ XE "Synergieeffekte:Unechte" \b }:

sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.³⁰

Beispiel unechte Synergieeffekte:³¹

- 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.³² Für ihre Berücksichtigung beim objektivierten Wert müssen die synergienstiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sein.³³

²⁴ Vgl. *WP-Handbuch II (2014)*, Tz. A 88; ein entsprechender Hinweis findet sich jedoch in der aktuellen *WPH-Edition (2018)* nicht.

²⁵ Zur Vertiefung: *KFS/BW 1* Rz. 87 f; *IDW S 1* Rz. 33 f; *Mandl / Rabel (1997)*, S. 163; *Wollny (2010)*, S. 129, 178 ff; *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 268 ff; *Hager (2014)*, S. 1126 f; *Unterlage (Syn-Begr, nn publiziert)*; *Unterlage (Syn-Wert, nn publiziert)*.

²⁶ *KFS/BW 1* Rz. 87, entspricht sinngemäß *IDW S 1* Rz. 33.

²⁷ Vgl. *Aschauer / Purtscher (2014)*, S. 794.

²⁸ Da sich das Begriffspaar nicht realisierte und realisierte Synergien in der Literatur nicht durchsetzte, wird es weiter nicht verwendet.

²⁹ Aus *Hager (2014)*, S. 1127.

³⁰ Vgl. *IDW S 1* Rz. 34.

³¹ Vgl. *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 269.

³² Vgl. *WPH-Edition (2018)*, Tz. A 271.

³³ Vgl. *IDW S 1* Rz 34.

2.3.2. Echte Synergieeffekte

Echte Synergieeffekte{ XE "Synergieeffekte:Echte" \b }:

sind sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen ergebende Synergieeffekte.³⁴

Beispiel echte Synergieeffekte:³⁵

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

Mit Ausnahme des Teilwertes{ XE "Teilwert" } sind echte Synergien bei der Ermittlung steuerlicher Werte unbeachtlich.

2.4. Finanzierungs- und Ausschüttungsannahmen³⁶

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

2.4.1. Detailplanungsphase

In der Detailplanungsphase³⁷{ XE "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{ XE "Fortführungsphase" \t "Siehe Rentenphase" }

In der Grobplanungs{ XE "Grobplanungsphase" }- und Rentenphase³⁸{ XE "Rentenphase" } ist auf die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstum und Thesaurierung zu achten.³⁹ Nach der Detailplanungsphase gibt es keine integrierte Planung{ XE "Planung:integrierte" } 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{ XE "Kapitalwertneutralität" } getroffen.⁴⁰

2.5. Management{ XE "Management" } und persönliche Fähigkeiten{ XE "Fähigkeiten:persönliche" }⁴¹

KFS/BW 1 geht beim Faktor Management davon aus, dass das bisherige Management{ XE "Management" } weiter zur Verfügung steht.⁴² 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

³⁴ Vgl. IDW S 1 Rz.50.

³⁵ Vgl. WPH-Edition (2018), Tz. A 269.

³⁶ Zur Vertiefung: KFS/BW 1 Rz. 80; IDW S 1 Rz. 26, 35 ff; Wollny (2010), S. 171; WPH-Edition (2018), Tz. A 272 ff.

³⁷ Zum Begriff vgl. *Unterlage (Planung, nn publiziert)*, Kap. 4.1.

³⁸ Zu den Begriffen vgl. *Unterlage (Planung, nn publiziert)*, Kap. 4.2. und 4.3.

³⁹ KFS/BW 1 Rz. 80.

⁴⁰ IDW S 1 Rz. 37.

⁴¹ Zur Vertiefung: KFS/BW 1 Rz. 81 f; IDW S 1 Rz. 38 ff; BStBK (2014) Rz. 22 ff; Ihlau / Duscha (2019), S. 277; Wollny (2010), S. 167; WPH-Edition (2018), Tz. A 311 ff.

⁴² Vgl. KFS/BW 1 Rz. 81.

wird eine typische Managementleistung unterstellt. IDW S 1 geht hingegen bei einem Managementwechsel von einem gleichwertigen Management aus.⁴³

Der Werteinfluss eines über- oder unterdurchschnittlich qualifizierten (bzw. erfolgreichen) Managements kann nach dem derzeitigen Stand der Betriebswirtschaftslehre kaum intersubjektiv nachvollziehbar quantifiziert werden.⁴⁴ Daher kommen Wertzuschläge oder Wertabschläge aufgrund einer über- bzw. unterdurchschnittlichen Qualifikation der (bisherigen) Geschäftsführung grundsätzlich nicht in Betracht.

Bei personenbezogenen XE "Personenbezogenheit" } Unternehmen sind personenbezogene Erfolgsfaktoren des Management, die typischerweise nicht realisiert werden können, auszuschneiden.⁴⁵ Die Abgrenzung ist jedoch schwer.⁴⁶

Wichtig ist, dass für den Unternehmer und seine mitarbeitenden Angehörigen fremdübliche Entgelte angesetzt werden. Die Höhe des Unternehmerlohns XE "Unternehmerlohn" } wird nach der Vergütung bestimmt, die eine nichtbeteiligte Geschäftsführung erhalten würde.⁴⁷

In diesem Zusammenhang sollte noch auf die Diskussion⁴⁸ zur übertragbaren Ertragskraft hingewiesen werden. Diese ist m.E. oftmals mit dem Bewertungszweck der normorientierten Unternehmensbewertung nicht vereinbar.⁴⁹

2.6. Ertragsteuer XE "Ertragsteuer" }⁵⁰

Bei den Ertragsteuern ist zwischen den Unternehmensteuern XE "Unternehmensteuer" } (zB KSt) und persönlichen Ertragsteuern XE "Ertragsteuer:persönliche" } (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 S 1 für die Ertragsteuern unterscheiden sich deutlich.

2.6.1. Besteuerung

KFS/BW 1 bestimmt für den objektivierte 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 S 1: 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.

⁴³ Vgl. IDW S 1 Rz. 34 f.

⁴⁴ WPH-Edition (2018), Tz. A 284 unter Verweis auf Kittner, DB 1997, S. 2285 (2286, 2288 f.), und Hayn, DB 2000, S. 1346 (1349).

⁴⁵ Vgl. dazu zB VwGH 26.6.2014, 2011/15/0028 wonach persönlicher Ruf und Bekanntheitsgrad nicht auf andere Personen übertragbar sind.

⁴⁶ Einen Versuch der systematischen Darstellung findet sich in Ihlau / Duscha (2019), S. 277.

⁴⁷ Zum Begriff vgl. KFS/BW 1 Rz. 146, IDW S 1 Rz. 40.

⁴⁸ Vgl. BStBK (2014) Rz. 22 ff.

⁴⁹ Vgl. Ihlau / Duscha (2019), S. 277 ff.

⁵⁰ Zur Vertiefung: KFS/BW 1 Rz. 83 ff; IDW S 1 Rz. 31, 43 ff; Hager (2014), S. 1127; Unterlage (Steuer, nm publiziert), Kap. 2.

Dem Marktwert kommt IDW S 1 näher, der Wert von KFS/BW 1 hat mehr mit dem konkreten Wertverhältnissen zu tun. Die Typisierung von IDW S 1 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.⁵¹

Beim subjektiven Wert sind Vereinfachungen auftragsbezogen zulässig,⁵² IDW S 1 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.⁵³ Dies entspricht IDW S 1. Beim subjektiven Wert besteht kein Unterschied.

2.7. Transaktionskosten und transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen⁵⁴

Transaktionskosten{ XE "Transaktionskosten" \b }:

sind die Kosten, die in Verbindung mit dem Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens(anteiles) anfallen.⁵⁵

Transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen{ XE "transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkung"

\t "Siehe Ertragsteuerwirkung, transaktionsbedingte" \b } XE

"Ertragsteuerwirkung:transaktionsbedingte" \b }:

darunter sind verkäuferseitige Ertragsteuerbelastungen aus einem Veräußerungsgewinn und käuferseitig Ertragsteuerersparnisse aus einem erhöhten Abschreibungspotential zu verstehen.⁵⁶

Transaktionsbedingte Kosten und Steuern sind bei subjektiven Werten zu berücksichtigen, bei objektivierte Werten idR nicht.⁵⁷ IDW S 1 enthält keine vergleichbare Bestimmung.

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

2.8. Eigenkapitalzins⁵⁸

Der **Diskontierungszinssatz**{ XE "Diskontierungszinssatz" } setzt sich je nach Methode aus der Rendite des Eigenkapitals und der Rendite des Fremdkapitals zusammen. Die **Rendite des Eigenkapitals**{ XE "Eigenkapitalrendite" } besteht aus dem **Basiszinssatz** und dem **Risikozuschlag** (siehe folgendes Kapitel)

⁵¹ Vgl. Hager (2014), 1127.

⁵² Vgl. KFS/BW I Rz. 93.

⁵³ Vgl. KFS/BW I Rz. 84.

⁵⁴ Zur Vertiefung: KFS/BW I Rz. 29 f; Baldauf / Pummerer (2007); Mandl / Rabel (2006); Unterlage (Steuer, nn publiziert), Kap. 5; Bewertungshilfe, Stichwort: [Transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkungen](#).

⁵⁵ Vgl. Mandl / Rabel (2006), S. 103.

⁵⁶ Vgl. Mandl / Rabel (2006), S. 103.

⁵⁷ Zur Kritik vgl. Baldauf / Pummerer (2007).

⁵⁸ Zur Vertiefung: KFS/BW I Rz. 103 ff; IDW S 1 Rz. 114 ff; Bachl (2018), S. 42 ff; Wollny (2010), S. 305 ff; WPH-Edition (2018), Tz. A 334; Unterlage (Diskont, nn publiziert).

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 Bewertungsobjekts (zB hurdle rate{ XE "hurdle rate" } = Mindestverzinsung, hurdle eng. Hürde) zu berücksichtigen.

2.8.1. Basiszinssatz{ XE "Basiszinssatz" }

Der Basiszinssatz als Rendite einer sicheren Investition zB österreichische Staatsanleihe, ist bei der **objektivierten Bewertung** aus einer risikolosen Kapitalanleihe unter Berücksichtigung der *Laufzeitäquivalenz*{ XE "Laufzeitäquivalenz" }⁵⁹ aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten.⁶⁰ Diese Berechnung erfolgt nach der *Svensson-Formel*{ XE "Svensson-Formel" }. Im alten Fachgutachten KFS/BW 1 (2006) bestand noch die Möglichkeit, die am Bewertungsstichtag bestehende Effektivrendite einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren als alternative Berechnung heranzuziehen.⁶¹

Die Ausführungen zum Basiszinssatz gelten für die Sicherheitsäquivalenz- und die Risikozuschlagsmethode.⁶² Die Ausführungen zum Risikozuschlag im folgenden Kapitel nur für letztere.

2.8.2. Risikozuschlag{ XE "Risikozuschlag" }

Der Risikozuschlag wird aus der Marktrisikoprämie{ XE "Marktrisikoprämie" } und dem Beta-Faktor{ XE "Beta-Faktor" } 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 Modellannahmen ist beim objektivierten Unternehmenswert zu begründen.

2.8.3. Mobilitätsrisiko

Beim objektivierten Wert darf ein Mobilitätsrisiko nur bei begrenzter Behaltdauer berücksichtigt werden.⁶³ In IDW S 1 gibt es keine vergleichbare Bestimmung.

2.9. Anteilsbewertung⁶⁴

Der Wert für einen Unternehmensanteil kann direkt oder indirekt ermittelt werden. Bei der **direkten Anteilsbewertung**{ XE "Anteilsbewertung:direkte" } wird der Anteilswert direkt aus den Zahlungsströmen zwischen dem Unternehmen und dem einzelnen Anteilseigner abgeleitet. Bei der **indirekten Anteilsbewertung**{ XE "Anteilsbewertung:indirekte" } wird der Wert des Unternehmensanteils aus dem Gesamtwert des Unternehmens abgeleitet.⁶⁵ Eine indirekte Bewertung ist auch für die objektivierte Wertermittlung zulässig.⁶⁶

Weiters ist beim objektivierten Wert die Berücksichtigung von Minderheitsab-{ XE "Minderheitsabschlag" } oder Mehrheitszuschlägen{ XE "Mehrheitszuschlag" } unzulässig.⁶⁷ Einer

⁵⁹ Vgl. *Unterlage (Äquivalenz)*, S. 2.

⁶⁰ Vgl. *KFS/BW 1 Rz.* 104.

⁶¹ Vgl. *Hager (2014)*, S 1128.

⁶² Vgl. *Unterlage (Unsicherheit)*, S. 4 f.

⁶³ Vgl. *KFS/BW 1 Rz.* 102.

⁶⁴ Zur Vertiefung: *KFS/BW 1 Rz.* 149; *IDW S 1 Rz.* 13; *Unterlage (Anteilsbewertung Personengesellschaft)*; *Unterlage (Anteilsbewertung Kapitalgesellschaft, nn publiziert)*; Bewertungshilfe, Stichwort: [Anteilsbewertung](#).

⁶⁵ *IDW S 1 Rz.* 13.

⁶⁶ Vgl. *Hager (direkte, nn publiziert)*, aA *Aschauer (2010)*, S. 15.

⁶⁷ *KFS/BW 1 Rz.* 149.

unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.⁶⁸

Literatur

Fachgutachten

- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1, zitiert: *KFS/BW 1*;
- 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*;

Empfehlungen / Hinweise

- Bundessteuerberaterkammer: „Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“ vom 13.3.2014,⁶⁹ zitiert: *BStBK (2014)*;

Judikatur

- *VwGH 6.10.1980*, 2915/78;
- *VwGH 14.1.1991*, 89/15/0003;
- *VwGH 26.6.2014*, 2011/15/0028;

Bücher

- Bachl: „Einführung in die Unternehmensbewertung, LexisNexis 2018, zitiert: *Bachl (2018)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997, zitiert: *Mandl / Rabel (1997)*;
- IDW (Hrsg.): „Bewertung und Transaktionsberatung“, Verlag IDW 2018, zitiert: *WPH-Edition (2018)*;
- IDW (Hrsg.): WP Handbuch 2014, Band II; IDW-Verlag 2014; zitiert: *WP-Handbuch II (2014)*;
- Wollny: „Der objektivierte Unternehmenswert“, NBW 2010; zitiert: *Wollny (2010)*;

Artikel

- Aschauer: „Die Bewertung von unterschiedlich ausgestalteten Unternehmensanteilen“, in Königsmaier u.a.: „Unternehmensbewertung - FS Mandl“, Linde, 2010, zitiert: *Aschauer (2010)*;
- 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)*;
- Hager: „[Das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung](#)“, *SWK* 2014, 1121, zitiert: *Hager (2014)*;
- Mandl / Rabel: Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S 1 (2005) und KFS/BW 1“ *RZW* 2006, 102, zitiert: *Mandl / Rabel (2006)*;

(noch) nicht veröffentlichte Artikel

- [Hager](#): „Ist die direkte Bewertung von Unternehmensanteilen nur für subjektive Werte zulässig?“, zitiert: *Hager (direkte, nn publiziert)*;

⁶⁸ *KFS/BW 1* Rz 149.

⁶⁹ Gleichlautend als IDW-Praxisinweis 1/2014 verlautbart. [Download](#) bei www.bstbk.de, abgefragt 10.8.2023.

Unterlagen

- Hager: „[Anteilsbewertung - Personengesellschaften](#)“, Stand Dez. 2020, zitiert: *Unterlage (Anteilsbewertung Personengesellschaft)*;
- Hager: „[Äquivalenzprinzipien](#)“, Basisseminar BFA, Stand Feb. 2022, zitiert: *Unterlage (Äquivalenz)*;
- Hager: „[Grundbegriffe](#)“, Stand Okt. 2020, zitiert: *Unterlage (Grundbegriffe)*;
- Hager: „[Unsicherheit in der Unternehmensbewertung](#)“, Basisseminar BFA, Stand Oktober 2015, zitiert: *Hager (Unsicherheit)*;

In Arbeit

- Hager: „Bewertung von Anteilen an Kapitalgesellschaften“, Entwurf Nov. 2020, zitiert: *Unterlage (Anteilsbewertung Kapitalgesellschaft, nn publiziert)*;
- Hager: „Bewertungsanlass und -zweck - funktionale Bewertung“, Entwurf Sept. 2023, zitiert: *Unterlage (Bew-Anl, nn publiziert)*;
- Hager: „Diskontierung“, Entwurf Feb. 2022, zitiert: *Unterlage (Diskont, nn publiziert)*;
- Hager: „Steuern und Unternehmensbewertung“, Entwurf Juli 2023, zitiert: *Unterlage (Steuer, nn publiziert)*;
- Hager: „Unternehmensplanung“, Entwurf Juni 2023, zitiert: *Unterlage (Planung, nn publiziert)*;
- Hager: „Entsprechen die Synergiebegriffe des Fachgutachten KFS/BW 1 v. 26.3.2014 dem IDW S1 (2008)?“, Entwurf Dez. 2018, zitiert: *Unterlage (Syn-Begr, nn publiziert)*;
- Hager: „Inwieweit sind Synergien bei der Wertermittlung zu berücksichtigen?“, Entwurf Nov. 2020, zitiert: *Unterlage (Syn-Wert, nn publiziert)*;

Stichwortverzeichnis

Anteilsbewertung	Maßnahme 4
direkte 9	Objektivierter Unternehmenswert 2
indirekte 9	Personenbezogenheit 7
Arbitriumwert <i>Siehe</i> Schiedswert	Planung
Basiszinssatz 9	integrierte 6
Beta-Faktor 9	Rentenphase 6
Beweisvorsorgepflicht 4	Risikozuschlag 9
Bewertungssubjekt 3	Schiedswert 2
Detailplanungsphase 6	subjektiver Unternehmenswert 2
Diskontierungszinssatz 8	Svensson-Formel 9
Eigenkapitalrendite 8	Synergieeffekte
Ertragskraft, vorhandene 4	nicht realisierte 5
Ertragsteuer 7	realisierte 5
persönliche 7	Synergieeffekte 5
Ertragsteuerwirkung	Echte 6
transaktionsbedingte 8	Unechte 5
Fähigkeiten	Teilwert 6
persönliche 6	transaktionsbedingte Ertragsteuerwirkung <i>Siehe</i>
Fortführungsphase <i>Siehe</i> Rentenphase	Ertragsteuerwirkung, transaktionsbedingte
Grobplanungsphase 6	Transaktionskosten 8
hurdle rate 9	Unternehmenskonzept 3
Kapitalwertneutralität 6	Unternehmensplanung 3
Laufzeitäquivalenz 9	Unternehmensteuer 7
Management 6	Unternehmerlohn 7
Marktrisikoprämie 9	
Maßnahmen 4	
Mehrheitszuschlag 9	
Minderheitsabschlag 9	
Nachvollziehbarkeit	

