

Einfluss der aktuellen ökonomischen Rahmenbedingungen auf die Unternehmensbewertung

Ewald Aschauer/Alexander Hofer

- 1. Einleitung**
- 2. Planbarkeit, Inflation- und Währungsrisiko**
- 3. Auswirkungen auf die Cashflows**
- 4. Auswirkungen auf den Basiszins**
- 5. Auswirkungen auf die Marktrendite/Marktrisikoprämie**
- 6. Auswirkungen auf den Beta-Faktor**
- 7. Fazit**

1. Einleitung

Die letzten Bilanzrechtstage waren von erheblichen Veränderungen im ökonomischen Umfeld gezeichnet. So hat sich zwischen der Programmankündigung zu den Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds eine durch den Russland-Ukraine-Krieg völlig geänderte ökonomische Situation ergeben. Auf solche Veränderungen müssen Unternehmen in ihren Entscheidungen reagieren und auch Unternehmensbewertungen sind an die zum Bewertungsstichtag gegebene Marktlage anzupassen. Die Unternehmensbewertung steht ständig vor der Herausforderung einerseits methodisch korrekt stichtagsbezogene Kapitalkosten zu ermitteln und andererseits auch die Unternehmensplanung vor dem vorliegenden ökonomischen Hintergrund zu würdigen. Angesichts der aktuellen Entwicklungen (Krieg Russland/Ukraine, der daraus resultierenden Energiekrise in Europa, der noch verstärkt bevorstehenden Nachhaltigkeitstransformation) widmet sich der vorliegende Beitrag dem Einfluss der aktuellen ökonomischen Rahmenbedingungen auf die Unternehmensbewertung. Es werden zunächst bewertungsrelevante Einflussfaktoren auf den Cashflow und anschließend die Berücksichtigung der aktuellen makroökonomischen Entwicklungen in den maßgeblichen Parametern der Eigenkapitalkosten (Basiszins, Marktrisikoprämie und Beta-Faktor) beschrieben sowie kurzorisch der Einfluss auf die Planungsrechnung erläutert. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass gem dem Stichtagsprinzip der Unternehmensbewertung nur jene Tatsachen in die Bewertung miteinfließen dürfen, die zum Bewertungsstichtag bereits absehbar waren oder eingeleitet wurden (sog Wurzeltheorie).¹

2. Planbarkeit, Inflation- und Währungsrisiko

Von manchen Kommentatoren wird argumentiert, dass es sich bei der Covid-19-Krise eher um eine temporäre Verwerfung gehandelt hat, während die Auswirkungen des Ukraine-Konflikts auf die globale Wirtschaftsfrage zeitlich weniger abschätzbar sind und sich damit eine deutlich höhere Unsicherheit hinsichtlich der Unternehmensplanung sowohl im Bereich der kurzfristigen Detailplanung als auch bei der mittel- und langfristigen Planung ergibt.² UE hat sich die Planbarkeit für Unternehmen schon seit der Covid-19-Krise eingetrübt und eine durch die Behandlungsmöglichkeiten etwas gebesserte Situation im Zusammenhang mit Covid-19 wurde nunmehr überlagert von einer schwierigen Abschätzbarkeit des Russland-Ukraine-Konflikts, der Zunahme geopolitischer Spannungen und den daraus resultierenden schwierig abschätzbaren Konsequenzen für Unternehmen und die Gesamtwirtschaft. Nicht unerwähnt soll sein, dass diese Entwicklungen auch zu einer immer dringlicheren Nachhaltigkeitstransformation hinzukommen, die gleich-

1 Vgl KFS/BW 1 idF 2014 Rz 24.

2 Vgl *Baril/Patloch-Kofler/Schmitzer/Wimmer*, Die Auswirkungen des Angriffskrieges Russlands in der Ukraine auf die Unternehmensbewertung, RWZ 4/2022, 100 ff.

falls mit zahlreichen Unsicherheiten für Unternehmen und die Gesamtwirtschaft verbunden ist. Für viele Unternehmen bedeutet dies, dass eine Steuerung viel kurzfristiger erfolgt, Planungen viel rascher angepasst werden müssen und die Mittel- und Langfristplanungen weniger belastbar sind. Gleichzeitig sind Unternehmensbewertungen grundsätzlich in ihrem Planungshorizont unabänderlich und müssen auch in weniger konstanten Zeiten eine idR unbefristete Abschätzung vornehmen. Es gilt jedoch der Grundsatz, dass nur veränderte Erwartungswerte und Varianzen in der Cashflowplanung beachtlich sind, einer eingeschränkteren Vorwärtssicht als solcher aber nicht gesondert Rechnung zu tragen ist.³

Die Inflation spielt in der Unternehmensbewertung eine nicht zu unterschätzende Rolle, da die potenzielle Wertschöpfung eines Unternehmens, wie später noch detaillierter dargelegt wird, maßgeblich von der Inflation beeinflusst wird. Weder das Fachgutachten KFS/BW 1 noch die dazugehörigen Empfehlungen beinhalten konkrete Regelungen, wie mit der Inflation im Rahmen der Unternehmensbewertung umzugehen ist. Daher bleibt dem Bewerter nichts anderes übrig, als nach den allgemeinen Grundsätzen der Unternehmensbewertung vorzugehen. Hinsichtlich der Behandlung der Inflation im eingeschwungenen Zustand (Terminal Value) gibt es in der Bewertungsliteratur unterschiedliche Modelle, wobei gem der hL darauf zu achten ist, thesaurierungs- und inflationsbedingtes Wachstum korrekt abzubilden, weswegen in der Praxis dem Gordon/Shapiro-Modell der Vorzug gewährt wird.⁴

Euromonitor bietet eine Einschätzung über die Inflationsentwicklung für unterschiedliche wirtschaftliche Räume (siehe Abbildung 1). Dabei wird offensichtlich, dass die Analysten davon ausgehen, dass nach der hohen Inflation im Jahr 2022 im nächsten Jahr zwar ein deutlicher Rückgang stattfindet, aber im Vergleich zu Vorjahren doch tendenziell höher ausfällt. Darüber hinaus schätzen die Analysten, dass Länder mit größerer Energieabhängigkeit wie Deutschland, Spanien und Italien höherem Inflationsdruck ausgesetzt sind als energieautarke Länder.⁵

3 Vgl KFS/BW 1 idF 2014 Rz 57 ff.

4 Eine detaillierte Auseinandersetzung mit dieser Thematik würde den Rahmen des vorliegenden Beitrags sprengen, weswegen auf die Ausführungen von *Friedl/Schwetzler*, Homogenitätsprinzip, Unternehmensbewertung und Erfolgsmessung, RWZ 6/2015, 193 ff und die dort hinterlegte Literatur verwiesen wird.

5 Vgl Euromonitor (2022), Global Inflation Tracker: Q2 2022.

Der Zinssatz für Wertminderungen im UGB und IFRS

Romuald Bertl/Markus Patloch-Kofler

- 1. Einleitung und Problemstellung**
- 2. Rechtsgrundlage des Werthaltigkeitstests**
 - 2.1. Nationale Rechnungslegung
 - 2.2. Internationale Rechnungslegung
- 3. Bewertungskonzept und Bewertungsmethode**
- 4. Ermittlung des WACC**
 - 4.1. UGB, AFRAC 24 und KFS/BW 1
 - 4.2. Spezifische Regelung in IAS 36
- 5. Zwischenfazit**
- 6. Empirischer Befund**
 - 6.1. Datengrundlage
 - 6.2. Methodik
 - 6.3. Ergebnis
 - 6.4. Würdigung
- 7. Thesenförmige Zusammenfassung**

1. Einleitung und Problemstellung

Gegenstände des Anlagevermögens werden grundsätzlich über ihre voraussichtliche Nutzungsdauer planmäßig abgeschrieben. Dies gilt unter anderem nicht für Beteiligungen und eingeschränkt auch nicht für den Firmenwert. Letzterer ist im österreichischen Unternehmensrecht gem § 203 Abs 5 UGB im Zweifel über zehn Jahre abzuschreiben.

Anstelle oder zusätzlich zur planmäßigen Abschreibung tritt bei diesen Vermögensgegenständen bei Vorliegen einer voraussichtlich dauernden Wertminderung eine außerplanmäßige Abschreibung ein. Als Bewertungsmaßstab wird der beizulegende Wert dem Werthaltigkeitstest zugrunde gelegt. Für die Bewertungsmethode kommt die Ermittlung des Nutzungswerts des Vermögensgegenstands auf Basis einer Barwertberechnung in Anwendung. Die zwei wesentlichen Komponenten sind dabei die zukünftigen Erträge/Cashflows sowie der Diskontierungssatz.

Die idente Bewertungsmethode kommt auch in IAS 36 (Impairment Test) bei der Ermittlung des Value-in-use von Firmenwerten zur Anwendung. Im Folgenden wird davon ausgegangen, dass der Diskontierungssatz nach IAS 36 weitestgehend ident mit dem für die Berechnung des beizulegenden Werts von Beteiligungen im Unternehmensrecht ist.

In diesem Beitrag wird die Frage beantwortet, wie der Diskontierungssatz beim Werthaltigkeitstest von Beteiligungen bzw von Firmenwerten im (Konzern-)Jahresabschluss nach UGB und IFRS zu ermitteln ist und durch eine empirische Untersuchung über die in der Praxis angewandten Diskontierungssätze ergänzt.

2. Rechtsgrundlage des Werthaltigkeitstests

2.1. Nationale Rechnungslegung

Die außerplanmäßige Abschreibung von Anlagevermögen (und damit auch von Beteiligungen) ist im § 204 UGB geregelt. Zur Interpretation dieser Rechtsnorm hat der österreichische Rechnungslegungsbeirat (AFRAC) einen Standard zur Folgebewertung von Beteiligungen im UGB veröffentlicht (AFRAC-Stellungnahme 24).

Eine Beteiligung ist gem § 189a Z 2 UGB ein Anteil an einem anderen Unternehmen, der auf eine dauernde Verbindung ausgerichtet ist und der dem eigenen Geschäftsbetrieb dienen soll. Die Art der Verbriefung ist dabei unerheblich.¹ Damit ist jedoch nach überwiegender Auffassung nicht die bloße Kapitalveranlagung gemeint. Vielmehr muss darüber hinaus eine Zweckbestimmung verfolgt werden, die in einem Beitrag zur Erreichung der Unternehmensziele des Gesellschafters re-

1 Vgl *Bertl*, Beteiligungsbewertung, in *Bertl et al* (Hrsg), Beteiligung im Rechnungswesen und Besteuerung, Wiener Bilanzrechtstage 2004 (2004) 88.

sulziert. Dieser Beitrag kann bspw durch interdependente Produktionsprogramme, Kooperationen (gemeinsame Aktivitäten bei Einkauf, Produktion, Vertrieb oder Forschung und Entwicklung), faktische Mitsprachemöglichkeiten durch Personalverflechtungen, langfristige Lieferungs- und Leistungsbeziehungen sowie gemeinsame Erschließung neuer Märkte erreicht werden.²

Die Erstbewertung solcher Bewertungen hat gem § 203 UGB auf Basis ihrer Anschaffungskosten zu erfolgen. Für die Folgebewertung von im Anlagevermögen gehaltenen Beteiligungen gilt gem § 204 Abs 2 UGB, dass eine Abwertung auf den niedrigeren beizulegenden Wert zwingend erfolgen muss, wenn die Wertminderung von Dauer ist, andernfalls darf auf den niedrigeren beizulegenden Wert abgewertet werden. Entscheidende Bedeutung kommt für die Bewertung somit zunächst dem beizulegenden Wert und dessen Ermittlung zu.³ Entsprechend § 189a Z 3 UGB ist der beizulegende Wert als Betrag definiert, „den ein Erwerber des gesamten Unternehmens im Rahmen des Gesamtaufpreises für den betreffenden Vermögensgegenstand oder die betreffende Schuld ansetzen würde; dabei ist davon auszugehen, dass der Erwerber das Unternehmen fortführt“.

Eine Konkretisierung dieses Wertbegriffs gibt es nicht. Damit sieht das Unternehmensrecht für die Ermittlung des beizulegenden Werts auch kein bestimmtes Bewertungsverfahren vor.⁴

Die Notwendigkeit eines Werthaltigkeitstests und damit die Ermittlung des beizulegenden Werts setzt allerdings voraus, dass es Anhaltspunkte (Trigger Events nach IAS 36, siehe dort) dafür gibt, dass der *beizulegende Wert* wesentlich gesunken ist und voraussichtlich dauernd unter dem Beteiligungsbuchwert liegt.⁵ Entscheidend dabei ist nicht nur die Wesentlichkeit der Wertminderung, sondern auch die zeitliche Dimension der Nachhaltigkeit. Die Nachhaltigkeit der Wertminderung lässt sich bei Finanzanlagevermögen idR schwieriger feststellen als bei Sachanlagen. Bei Finanzanlagen muss von einer dauerhaften Wertminderung ausgegangen werden, wenn zum Bilanzstellungszeitpunkt noch keine Werterholung eingetreten ist und auch keine konkreten Umstände dafürsprechen, dass die Wertminderung nur vorübergehend ist.⁶ Andererseits verpflichten Verluste oder

2 Vgl Winnefeld, Bilanz-Handbuch⁴ (2006) Rz 666; Bertl/Patloch-Kofler, Der Liquidationswert von Beteiligungen im Jahresabschluss nach UGB – Auswirkungen von KFS/BW 1 E 8 auf AFRAC 24, in: Zink/Seidl/Isola (Hrsg), Unternehmen und Unternehmensrecht in Lehre und Praxis – FS für Gunter Nitsche (2019).

3 Vgl Bertl/Hirschler, Bewertung von Beteiligungen im Anlage- und Umlaufvermögen, RWZ 5/2009, 138.

4 Vgl Bertl/Hirschler, Die Bewertung von Beteiligungen an Kapitalgesellschaften im Jahresabschluss von Personengesellschaften im Unternehmens- und Steuerrecht, in: KWT (Hrsg), Personengesellschaften und andere Mitunternehmensschaften sowie ihre Gesellschafter – Gedenschrift Prof. Dr. Karl Bruckner (2013) 78.

5 Vgl AFRAC 24 (März 2018) Rz 7.

6 Vgl Bertl, Unternehmenswerte im Jahresabschluss, in Bertl et al (Hrsg), Bewertung in volatilen Zeiten, Wiener Bilanzrechtstage 2010 (2010) 92 f.

Die Effektivzinsmethode in der Rechnungslegung

Klaus Hirschler

- 1. Aktuelle Rechtslage: Effektivzinsmethode und Effektivzinssatz im UGB**
 - 1.1. Effektivzinsmethode im UGB
 - 1.2. Effektivzinssatz im UGB
- 2. Aktuelle Rechtslage: Effektivzinsmethode und Effektivzinssatz in den IFRS**
 - 2.1. Effektivzinsmethode in den IFRS
 - 2.2. Effektivzinssatz in den IFRS
- 3. Effektivzinsmethode: Gegenüberstellung aus unternehmensrechtlicher Sicht zu bestehenden Normen der internationalen Rechnungslegung**
 - 3.1. Finanzielle Vermögensgegenstände/Vermögenswerte
 - 3.2. Finanzielle Verbindlichkeiten
- 4. Effektivzinssatz: Gegenüberstellung aus unternehmensrechtlicher Sicht zu bestehenden Normen der internationalen Rechnungslegung**
- 5. Annäherung der unternehmensrechtlichen Bestimmung an die internationale Rechnungslegungsvorschrift**
 - 5.1. Anschaffungskostenprinzip
 - 5.2. Imparitätisches Realisationsprinzip
 - 5.3. Vorsichtsprinzip
- 6. Ausblick**
 - 6.1. Nationale Überlegungen und Diskussion
 - 6.2. Europarechtliche Mindestvorgaben

Vorbemerkung¹

Gegenstand des vorliegenden Beitrags ist die Beleuchtung der Effektivzinsmethode aus unternehmensrechtlicher Sicht und deren Gegenüberstellung zu bestehenden Normen der internationalen Rechnungslegung. In letzter Konsequenz gilt es auch die gesetzlichen Bestimmungen des UGB im Kontext der EU-Bilanzrichtlinie zu beleuchten. Die Ausführungen beziehen sich anschließend auf künftige Entwicklungsmöglichkeiten bzw –potentiale hinsichtlich der aktuellen Rechtslage und die korrespondierende kritische Würdigung.

1. Aktuelle Rechtslage: Effektivzinsmethode und Effektivzinssatz im UGB

1.1. Effektivzinsmethode im UGB

Die Effektivzinsmethode, respektive der Effektivzinssatz ist dem UGB nicht fremd, wie insb die AFRAC-Stellungnahme 14: Bilanzierung von nicht-derivaten Finanzinstrumenten (UGB) (Juni 2021) zeigt. Aktivseitig behandelt die Stellungnahme den Erwerb von festverzinslichen Finanzanlagen sowohl *über* als auch *unter* dem Einlösungswert. In beiden Varianten² besteht ein Darstellungswahlrecht hinsichtlich des Unterschiedsbetrags. Dieses erlaubt sowohl den *Über-Pari-* als auch den *Unter-Pari-Kaufpreisanteil* entweder direkt beim Ansatz der Finanzanlage zu berücksichtigen, oder gesondert in einem Rechnungsabgrenzungsposten auszuweisen. Ebenso kann in beiden Fällen die Verteilung oder eben die Auflösung des Unterschiedsbetrags mittels der Effektivzinsmethode bzw einer vereinfachten linearen Amortisation erfolgen.³

Erwerb „Über-Pari“ (Agio) eines finanziellen Vermögensgegenstands

	Erstansatz	Folgebewertung
gemeinsamer Ausweis	Aktivierung des Agios als Teil der Anschaffungskosten des Vermögensgegenstands	ratierliche Verminderung des Buchwerts über die Laufzeit auf den Rückzahlungsbetrag

1 Ich danke Frau Mag. *Manuela Baumgartner* für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Beitrags.
2 Vgl AFRAC-Stellungnahme 14: Bilanzierung von nicht-derivaten Finanzinstrumenten (UGB) (Juni 2021) Rz 17 f.
3 Vgl AFRAC-Stellungnahme 14: Bilanzierung von nicht-derivaten Finanzinstrumenten (UGB) (Juni 2021) Rz 17 f.

Erwerb „Über-Pari“ (Agio) eines finanziellen Vermögensgegenstands

	Erstansatz	Folgebewertung
getrennter Ausweis	Aktivierung des Vermögensgegenstands mit dem Rückzahlungsbetrag Ausweis des Agio als aktiver RAP	ratierliche Auflösung des aktiven RAP über die Laufzeit als Kürzung des nominellen Zinsertrags Ausweis im Posten „sonstige Zinsen und ähnliche Erträge“

Abb 2.1: Erwerb „Über-Pari“ (Agio) eines finanziellen Vermögensgegenstands

Erwerb „Unter-Pari“ (Disagio) eines finanziellen Vermögensgegenstands

	Erstansatz	Folgebewertung
gemeinsamer Ausweis	Aktivierung des Vermögensgegenstands mit dem Auszahlungsbetrag	ratierliche Erhöhung des Buchwerts über die Laufzeit auf den Rückzahlungsbetrag
getrennter Ausweis	Aktivierung des Vermögensgegenstands mit dem Rückzahlungsbetrag Ausweis des Disagios als passiver RAP	ratierliche Auflösung des passiven RAP über die Laufzeit gegen die Zinserträge

Abb 2.2: Erwerb „Unter-Pari“ (Disagio) eines finanziellen Vermögensgegenstands

Für die Passivseite beleuchtet die Stellungnahme jenen Unterschiedsbetrag näher, der sich aus dem höheren Erfüllungsbetrag (Rückzahlungsbetrag)⁴ und einem geringeren Auszahlungsbetrag ergibt.⁵ Da Verbindlichkeiten gem § 211 Abs 1 UGB mit ihrem Erfüllungsbetrag anzusetzen sind, entsteht im Fall eines geringeren Zufluss-Betrags zwangsläufig sollseitig ein buchmäßiger Unterschiedsbetrag.⁶ § 198 Abs 7 UGB sieht in diesem Fall die Ansatzpflicht als aktiver Rechnungsabgrenzungsposten vor. Der Ausgleichsposten ist über die Laufzeit verteilt aufzulösen,

4 Bezogen auf Geldleistungsverpflichtungen wird vielfach der Erfüllungsbetrag mit dem Rückzahlungsbetrag gleichgesetzt.

Vgl Bertl/Eberhartinger/Hirschler/Höltzschl/Schiebel, Anwendung der Effektivzinsmethode im UGB-Abschluss, RvSt 1/2020, 3 (9); Bertl/Hirschler/Patloch-Kofler/Pietzka/Sumerauer/Weintögl, Wertmaßstäbe und Bewertungsmethoden im Rechnungswesen und Steuerrecht, RvSt 3/2021, 97 (104); Bertl/Deutsch-Goldoni/Hirschler in Bertl/Deutsch-Goldoni/Hirschler (Hrsg), Buchhaltungs- und Bilanzierungshandbuch¹¹ (2019) 406.

5 Vgl AFRAC-Stellungnahme 14: Bilanzierung von nicht-derivativen Finanzinstrumenten (UGB) (Juni 2021) Rz 83.

6 Vgl Bertl/van Bakel-Auer, Steuerlehre: Handbuch³ (2016) 120.

entweder unter Anwendung der Effektivzinsmethode oder der vereinfachten linearen Methode.

Erwerb „Unter-Pari“ (Disagio) einer finanziellen Verbindlichkeit		
	Erstansatz	Folgebewertung
gemeinsamer Ausweis	X	X
getrennter Ausweis	Ansatz der Verbindlichkeit mit dem Rückzahlungsbetrag, Ausweis des Disagios als aktiver RAP (§ 198 Abs 7 UGB)	ratierliche Auflösung des aktiven RAP über die Laufzeit gegen die „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“

Abb 2.3: Erwerb „Unter-Pari“ (Disagio) einer finanziellen Verbindlichkeit

Der passivseitige *Über-Pari-Kaufpreisanteil* findet in der Stellungnahme zwar keine nähere Würdigung, doch dies ist dem Umstand der deckungsgleichen Vorgehensweise analog zur Aktivseite geschuldet. In dieser Konstellation steht auch für finanzielle Verbindlichkeiten das Ausweiswahlrecht zur Verfügung.⁷

Erwerb „Über-Pari“ (Agio) einer finanziellen Verbindlichkeit		
	Erstansatz	Folgebewertung
gemeinsamer Ausweis	Ansatz des Agios als Teil der finanziellen Verbindlichkeit	ratierliche Verminderung des Buchwerts über die Laufzeit auf den Rückzahlungsbetrag
getrennter Ausweis	Ansatz der Verbindlichkeit mit dem Rückzahlungsbetrag Ausweis des Agio als passiver RAP	ratierliche Auflösung des passiven RAP über die Laufzeit als Kürzung des nominalen Zinsaufwands Ausweis im Posten „sonstige Zinsen und ähnliche Aufwendungen“

Abb 2.4: Erwerb „Über-Pari“ (Agio) einer finanziellen Verbindlichkeit

Die AFRAC-Stellungnahme 14 präzisiert demnach, wie wirtschaftlich die Verteilung von sowohl *Unter-* als auch *Über-Pari-Kaufpreisanlagen* von Finanzanlage-

⁷ Vgl. Beril/Eberhartinger/Hirschler/Höltzschl/Schiebel, Anwendung der Effektivzinsmethode im UGB-Abschluss, RvSt 1/2020, 3 (26); Zib/Dellinger, Unternehmensgesetzbuch: Großkommentar III Teil 1 §§ 189–230 (2013) 460 Rz 37; Entwurf für die AFRAC-Stellungnahme 40: Die Anwendung der Effektivzinsmethode in UGB-Abschlüssen (Dezember 2021) Rz 14.