
Dipl.-Ing. Mag. DDr. Alois Leidwein

Allgemein beeideter und gerichtlich zertifizierter Sachverständiger für Bewertung landwirtschaftlicher Immobilien und Unternehmen, Betriebswissenschaft und Betriebswirtschaft für land- und forstwirtschaftliche Betriebe sowie Förderungswesen in der Land- und Forstwirtschaft

Zinssätze in der Bewertung von landwirtschaftlichen Liegenschaften, Unternehmen und anderen Ertragswertrechnungen*

1. Einleitung

In der Bewertung von landwirtschaftlichen Liegenschaften, Unternehmen und bei Ertragswertrechnungen wird der Zinssatz in der Regel aus einer inflationsangepassten risikolosen Alternativenanlage abgeleitet (Kapitalwertmethode).¹ Meist wird dabei nicht zwischen Liegenschaftsbewertung, Unternehmensbewertung oder anderen Ertragswertverfahren differenziert. Der konkrete Zinssatz wird in der Praxis oft im vorgegebenen Rahmen der Empfehlungen für Kapitalisierungszinssätze des Hauptverbandes der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen interpoliert.

Diese Vorgangsweise war methodisch immer unscharf, aber mangels begründeter alternativer Methoden tolerierbar.² Diese Vorgangsweise entspricht aber **nicht mehr dem Stand der Wissenschaft und den Ansätzen verwandter Normen.**

In der am 15. 7. 2019 ausgegebenen ÖNORM B 1802-1³ ist die Kapitalwertmethode für die Zinssatzbildung für Liegenschaftsbewertungen im Ertragswertverfahren nicht mehr vorgesehen.⁴ Die für die Praxis wichtige Möglichkeit, auf Richtwerte, insbesondere die des Hauptverbandes der Gerichtssachverständigen, zurückzugreifen, ist nur mehr zur Plausibilisierung vorgesehen.

Die gängigsten Methoden zur Ableitung eines Zinssatzes in der Unternehmensbewertung beruhen hingegen nach wie vor auf der Kapitalwertmethode. Der Zinssatz leitet sich in diesen Fällen immer aus einem „risikolosen“ Basiszinssatz und Risikozuschlägen ab.

Bewertungsanlass und Bewertungszweck verlangen, vorab zu differenzieren, ob eine Liegenschaft, ein landwirtschaftliches Unternehmen oder eine unternehmerische Aktivität zu bewerten ist. Dementsprechend ist entweder ein Liegenschaftszins oder ein die unternehmerischen Risiken abbildender Zinssatz (Kapitalkostenzins oder Kapitalisierungszins) anzusetzen.⁵

Der folgende Beitrag beschreibt Möglichkeiten, Zinssätze und angepasste Risikozuschläge in der landwirtschaftli-

chen Taxation je nach Bewertungszweck zu ermitteln. Die methodischen Ansätze wurden bei der bei der Tagung der Fachgruppe Land- und Forstwirtschaft des Landesverband Wien, Niederösterreich und Burgenland der Gerichtssachverständigen am 13. 9. 2018 in Pyhra vorgestellt und diskutiert.⁶

2. Ermittlung des Liegenschaftszinses für landwirtschaftlich genutzte Flächen

2.1. Gesamtkapitalrendite

Für **Liegenschaftsbewertungen** sieht die ÖNORM B 1802-1 in Punkt 6.5.6 vor, dass im Ertragswertverfahren zur Ermittlung des Verkehrswerts bzw Marktwerts ein Liegenschaftszinssatz heranzuziehen ist, der sich nach der bei Investitionen in vergleichbare Liegenschaften üblichen Verzinsung richtet.

Der Liegenschaftszinssatz ist aus der **regionalen Immobilienmarktentwicklung** zum Bewertungsstichtag abzuleiten. Der Zinssatz ist zudem höher anzusetzen, wenn das Ertrags- und Verkaufsrisiko der Immobilie höher einzustufen ist.

Die Begriffe „Ertrags- und Verkaufsrisiko“ und „regionale Immobilienmarktentwicklung“ implizieren, dass der Liegenschaftszinssatz aus der Gesamtkapitalrendite ($R_{TR} = R_{NCF} + R_V$),⁷ das heißt aus der **Rendite der laufenden Reinerträge und der Wertänderungsrendite**, abzuleiten ist. Die Gesamtkapitalrendite für landwirtschaftliche Flächen und damit der Liegenschaftszinssatz ergeben sich somit aus Reinertrag plus der „üblichen“ Wertsteigerung.

Der **laufende Reinertrag** einzelner oder auch mehrerer Grundstücke kann in der Regel nicht aus der landwirtschaftlichen Bewirtschaftung abgeleitet werden, sondern „vergleichbar“ nur aus der regionalen bzw ortsüblichen Nettopacht, geteilt durch ortsüblichen Grundpreis. Die Nettopacht errechnet sich aus der Pacht abzüglich Grundsteuer und abzüglich der Beiträge und der Abgabe von land- und forstwirtschaftlichen Betrieben.⁸

* Dieser Beitrag ist eine Fortsetzung zu *Leidwein*, Diskontierungsverfahren zur Bewertung von landwirtschaftlichen Unternehmen, Liegenschaften und in anderen Ertragswertrechnungen, SV 2019/2, 72.

Zinssätze in der Bewertung von landwirtschaftlichen Liegenschaften

Wird eine Mischung als Alt- und Neupachtverträgen zugrunde gelegt, wird dies eine Rendite aus den laufenden Reinerträgen von um die 0,5 % ergeben.⁹

Hinsichtlich der **Wertsteigerungsrendite** bietet sich der Rückgriff auf mehrjährige Preistrends von Regionen mit vergleichbaren räumlichen wie wirtschaftlichen Gegebenheiten an. Als großräumige Vergleichsgebiete für landwirtschaftliche Bodenpreise bieten sich ob vergleichbarer räumlicher wie wirtschaftlicher Gegebenheiten für Trends NUTS 3-Gebiete an. Regionale Vergleichswerte können auch aus Daten von Gemeinden, die ein kleinräumiges Bewertungsgebiet bilden, erstellt werden. Bezirksdaten können Verzerrungen beinhalten. Umfasst ein Bezirk (wie der Bezirk Gänserndorf [vgl. Tabelle 1]) landwirtschaftlich intensiv genutzte Flächen am Rande Wiens und periphere Gebiete an der Grenze, so können in derselben Preisklasse (zB > € 7,-/m²) sowohl bewässerungsfähige Agrarflächen als auch ortsnahes Bauhoffnungsland mit gänzlich anderer Preisdynamik liegen.

Die Abfrageparameter haben einen nicht unerheblichen Einfluss auf das Ergebnis. Es ist daher sinnvoll, für die landwirtschaftliche Nutzung untypische Kauffälle (zB Flächen unter 500 m² bzw. 1.000 m², Preise, die auf unproduktive Flächen, Grenzertragsböden oder Bauhoffnungsland hindeuten) von vornherein auszugrenzen und gegebenenfalls für den Bewertungszweck sinnvolle Preisbänder anzusetzen. Liegt nur eine begrenzte Zeitreihe vor (< 10 Jahre), sind gegebenenfalls auch nicht lineare

Verläufe zu berücksichtigen. Eine regionale Marktkennntnis des Sachverständigen ist jedenfalls nötig.

Daten zur regionalen Preisentwicklung stellen zB Anbieter wie immoNet.ZT über die RegioSTAT-Abfrage zu Verfügung.

Im Österreichschnitt lag die Wertsteigerungsrendite landwirtschaftlicher Grundstücke in den letzten fünf Jahren bei rund 3 %. Die Unterschiede zwischen den Regionen sind beträchtlich. Sie liegen zwischen von 0 und 10 %, je nach Vergleichsregion und gesetzten Parametern.

Gesamt betrachtet wird – ohne Berücksichtigung von Risikozuschlägen – der Liegenschaftszins für landwirtschaftlich genutzte Flächen zwischen 1,5 und 8 % liegen.

2.2. Risikozuschläge bei der Liegenschaftszinsbildung

2.2.1. Vorbemerkung

Punkt 6.5.6 der ÖNORM B 1802-1 folgend sind zudem Ertrags- und/oder Verkaufsrisiken im Liegenschaftszinssatz zu berücksichtigen. Für landwirtschaftliche Liegenschaften kommen dafür Verpächterisiko, Immobilitätsrisiko und allgemeines politisches wie wirtschaftliches Risiko infrage.

2.2.2. Verpächterisiko

Wenn die Reinertragsrendite auf Grundlage ortsüblicher Pachtpreise ermittelt wird, ist in der Regel kein erhöhtes Verpächterisiko anzunehmen (das heißt, die Pacht wird

Tabelle 1:

Wertsteigerungsrendite landwirtschaftliche Flächen p.a. in %, Beispielsrechnungen

Region	Mittelwert 2019	2014–2019 p.a.	Grenzen
AT 124 Waldviertel	3,05 €	0,37%	mind 1000m ² ; 0,5 € bis 10 €
AT 125 Weinviertel	2,66 €	2,17%	mind 1500m ² ; 0,5 € bis 16 €
Bezirk Gänserndorf	3,97 €	8,24%	mind 1000m ² ; 0,5 € bis 15 €
Bezirk Gänserndorf; nördl Teil	2,41 €	6,03%	mind 1000m ² ; 1 € bis 7 €
Dunkelsteinerwald NÖ (2 Gemeinden)	2,57 €	3,74%	mind 500m ² ; 0,5 € bis 6,5 €
AT225 West- und Südsteiermark	4,56 €	1,96%	mind 1000m ² ; 0,5 € bis 15 €
AT311 Innviertel	4,05 €	0,95%	mind 1000m ² ; 1 € bis 13 €
Quelle: immoNetZT, RegioSTAT Analysen			

Tabelle 2: Beispielsrechnungen zur Ermittlung des Liegenschaftszinses

	Waldviertel	Weinviertel	Gänserndorf nördl Teil	Dunkelsteiner- wald	Innviertel
Mittelwert Kaufpreise/ha	30.500 €	26.600 €	24.100 €	25.700 €	42.600 €
Nettopacht/ha	125 €	235 €	240 €	185 €	260 €
Wertsteigerungsrendite	0,37%	2,27%	6,03%	3,74%	0,64%
Reinertragsrendite	0,41%	0,88%	1,00%	0,72%	0,61%
Immobilitätsrisiko	1,00%	0,50%			1,00%
Liegenschaftszins	1,78%	3,65%	7,03%	4,46%	2,25%

Quelle: Eigene Berechnungen aus RegioSTAT Analysen (2014–10/2019) und Buchführungsergebnisse Landwirtschaft, (angepasst auf Grundlage regionale Auswertungen 2017)

wie vereinbart überwiesen). Bei Neuverpachtungen werden in der Regel höhere Pachtpreise erzielt. Damit sind höhere Nettorenditen möglich. Bei deutlich über dem regionalen Schnitt liegenden Pachtpreisen (insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten) besteht aber ein veritables Risiko, dass der Pächter die Pacht auf Dauer nicht oder nicht voll bezahlt. Im Falle einer Kündigung werden gegebenenfalls die Zahlungsansprüche nicht weitergegeben.

Werden konkret vereinbarte – über dem regionalen „ortsüblichen“ Pachtpreis liegende – höhere Pachten in einer Bewertung angesetzt, wird das Verpächterisiko in der Regel implizit berücksichtigt. Alternativ wäre eine Berücksichtigung des Verpächterisikos auf Grundlage einer Risikobewertung über das Ausfallrisiko durch Abschläge in der Nettopacht denkbar.

2.2.3. Immobilitätsrisiko

Die Zahl von Landwirten, die einen Kauf von größeren landwirtschaftlichen Liegenschaften oder Betrieben finanzieren können, ist beschränkt. Bei einem Kauf durch außerlandwirtschaftliche Investoren ist ein Einspruch nach dem Grundverkehrsrecht durch Landwirte möglich.

Das Landpachtrecht beinhaltet weitere eigentumsrechtliche Verfügungsbeschränkungen. Es gelten Richtpachtzeiten von fünf bis 15 Jahren. Weitere Verlängerungen der Pacht gegen den Willen des Eigentümers von zwei oder vier Jahren sind im Zuge einer gerichtlichen Interessenabwägung die Regel. Unter bestimmten Konstellationen sind repetitive Verlängerungen (§ 16 Landpachtgesetz) möglich. Die Beschränkungen des Landpachtrechts können insbesondere beim Verkauf verpachteter Grundstücke oder Betriebe den Kreis der Kaufinteressenten zusätzlich beschränken oder die Übergabe verzögern.

Das Immobilitätsrisiko wird bei landwirtschaftlichen Einzelflächen unter 5 ha gering sein, da in dieser Größenordnung in der Regel genügend liquide Landwirte als Käufer vorhanden und kaum Verlängerungsgründe nach dem Landpachtrecht gegeben sind. Mit (erfolgreichen) Einsprüchen nach dem Landpachtrecht ist jedenfalls zu rechnen, wenn größere Liegenschaften an kleinere Betriebe, Flächen an Biobauern während der ÖPUL-Verpflichtungsperiode oder Sonderkulturen verpachtet sind.

In solchen Fällen sind langwierige Verfahren oft bis zu drei Jahren möglich und gegebenenfalls Zwischenfinanzierungen notwendig. Die Verfahrens- und Finanzierungskosten können bei derartigen Verfahren zusätzliche Belastungen bzw. Kosten von bis zu 10 % des Kaufpreises, gemessen am Verkehrswert, verursachen. Es empfiehlt sich daher, einen Zuschlag für das Immobilitätsrisiko in Betracht zu ziehen.¹⁰ Nach Einschätzung des Autors wäre bei einem qualifizierten Risiko einer dreijährigen Verlängerung ein Immobilitätszuschlag von bis zu 1 % anzusetzen (entspricht dem auf den Ertragswert umgelegten Verkehrswertnachteil).

Bei der Verpachtung ganzer Betriebe ist, wenn an einen Einzelpächter verpachtet wird, aus landpachtrechtlichen Erwägungen jedenfalls ein erhöhtes Immobilitätsrisiko anzusetzen.

Eine höhere Wertsteigerungsrendite berücksichtigt in der Regel das Immobilitätsrisiko implizit.

2.2.4. Wirtschaftliches Risiko

Der landwirtschaftliche Bodenpreis wird nicht nur von den natürlichen Ertragsverhältnissen, sondern auch von den wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen beeinflusst.

Sinken die Bodenpreise in einem Gebiet bereits über einen längeren Zeitraum, wird damit ein gegebenes wirtschaftliches Risiko evident. Diese negative Wertänderungsrendite wäre sinnvollerweise nicht in die Gesamtkapitalrendite einzurechnen, sondern im Sinne der ÖNORM B 1802-1 (wegen eines höheren Ertragsrisikos) als Risikozuschlag mit positivem Vorzeichen der laufenden Reinertragsrendite zuzurechnen.

Vom regionalen Schnitt abweichende natürliche Ertragsverhältnisse sind über den Nettopachtansatz zu berücksichtigen. Rentabilitätsrisiken auf Mittelfrist, beispielsweise bedingt durch den Klimawandel, sind gegebenenfalls durch Risikozuschläge zu berücksichtigen.

Finanzierungsstruktur und steuerliche Aspekte werden in der Liegenschaftsbewertung im Liegenschaftskapitalisierungszinssatz in der Regel nicht berücksichtigt.

2.3. Bedeutung des Ertragswertverfahrens in der landwirtschaftlichen Liegenschaftsbewertung

Dem Ertragswertverfahren kommt in der Bewertung landwirtschaftlichen Flächen nur eine untergeordnete Rolle zu. Für die Ermittlung des Verkehrswerts wird in der Regel das Vergleichswertverfahren herangezogen.

Liegenschaftszinssätze haben daher im Bereich der Landwirtschaft nur im Pachtertragswertverfahren, in der Deformationsentschädigungsrechnung (ergänzend zum Vergleichswertverfahren) und bei der Bewertung bestimmter landwirtschaftlicher Gebäude eine wirkliche Bedeutung. Die übrigen ertragswertorientierten Verfahren im Bereich der Land- und Forstwirtschaft gehen in die Unternehmensbewertung über.¹¹

3. Ermittlung von Kapitalkostensätzen und Kapitalisierungszinssätzen für landwirtschaftliche Unternehmensbewertungen und andere Ertragswertrechnungen

3.1. Grundsätze der Zinssatzbildung in der allgemeinen Unternehmensbewertung

In der allgemeinen Unternehmensbewertung¹² wird der Basiszinssatz zukunftsorientiert aus der Zinsstruktur

deutscher Bundesanleihen mithilfe der *Svensson-Formel* abgeleitet (= risikolose Kapitalmarktanlage). Der Risikozuschlag wird in der Regel aus Kapitalmarktdaten mittels *capital asset pricing model* (CAPM) ermittelt. Der Risikozuschlag ergibt sich bei börsennotierten Unternehmen aus der Marktrisikoprämie multipliziert mit dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor. Bei Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen können vereinfachend Beta-Faktoren bzw. Risikoprämien vergleichbarer Unternehmen oder Branchen herangezogen werden. Die Marktrisikoprämie drückt die Differenz zwischen der erwarteten Rendite eines risikobehafteten Wertpapierportfolios und dem (risikofreien) Basiszinssatz aus.

Der Beta-Faktor stellt das systematische Marktrisiko des zu bewertenden börsennotierten Unternehmens oder der Branche dar. Vereinfacht ausgedrückt ist das Beta ein Gradmesser, der angibt, wie stark eine Aktie im Vergleich zum Markt (= risikobehaftetes Wertpapierportfolio) schwankt. Bei einem Wert von 1,0 schwankt die Aktie so stark wie der Durchschnitt des zugrunde liegenden Wertpapierportfolios. Ein *unlevered beta* beschreibt dabei ein fiktiv unverschuldetes Unternehmen. Ein *levered beta* beinhaltet aus der Relation Fremdkapital zu Eigenkapital des zu bewertenden Unternehmens auch das Kapitalstrukturrisiko dieses Unternehmens. Eine hohe Eigenkapitalausstattung führt daher zu einem niedrigeren Beta und einem höheren Unternehmenswert. Das Kapitalstrukturrisiko wird insbesondere im WACC-Ansatz¹³ sowohl in der Finanzierungsstruktur über den Kapitalkostenzinssatz (als gewichtetes Mittel der Eigen- und Fremdkapitalkosten) als auch über ein *levered beta* im Eigenkapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Beta-Faktoren werden von Finanzdienstleistern (zB Bloomberg, Reuters) oder Wissenschaftlern (wie zB *Damodaran*) angeboten.

Für die Bewertung von landwirtschaftlichen Unternehmen und in anderen Ertragswertrechnungen ist aus Gründen der Praktikabilität und Kohärenz mit der allgemeinen Unternehmensbewertung die Kapitalwertmethode vorzuziehen. Basiszinssatz und Risikozuschläge sind jedoch agrarspezifisch zu finden und anzupassen.

3.2. Basiszinssatz für land- und forstwirtschaftliche Unternehmensbewertungen und andere Ertragswertrechnungen

Die Annahme, dass Grund und Boden zu den sichersten Anlageformen gehören, ist unbestreitbar. Staatsanleihen spiegeln die allgemeine politische und wirtschaftliche Stabilität eines Staates wider.

Die gängige Praxis der Ableitung des Basiszinssatzes für landwirtschaftliche Taxationen durch Mittelwertbildung aus vergangenheitsbezogenen Daten der umlaufgewichteten Durchschnittsrendite für Bundesanleihen und der Sekundärmarktrendite bzw der umlaufgewichteten Durchschnittsrendite für Bundesanleihen und Extrapolation in die Zukunft ist aufgrund des Sicherheitsdenkens und der

Langfristigkeit von Investitionen (10 bis 30 Jahre) in der Landwirtschaft grundsätzlich sinnvoll und praktikabler als die Bezugnahmen auf tagesaktuelle Zinsstrukturen.¹⁴

Eine **Inflationsbereinigung der Alternativanlage** ist, wenn man dem in der allgemeinen Unternehmensbewertung üblichen **Nominalansatz** folgt, **nicht systemkonform**.¹⁵

Die Inflationsbereinigung der „Basiskomponente“ des Liegenschaftszinses mittels des harmonisierten Verbraucherpreisindex war historisch in der ÖNORM B 1802 (aus dem Jahr 1997)¹⁶ begründet und ergibt sich aus den üblicherweise an den Verbraucherpreisindex gebundenen Wertsicherungsklauseln in Mietverträgen.¹⁷ Die Pachtflächenanteile in der österreichischen Landwirtschaft betragen aber mittlerweile in den Ackerbaugebieten zwischen 35 und 65 % der bewirtschafteten Fläche, in den Grünlandgebieten um die 30 %. Der Unternehmenswert wird daher heutzutage vermehrt durch die wirtschaftliche Performance bestimmt. **Wenn die zukünftigen finanziellen Überschüsse nominal ermittelt werden, ist auch der Basiszinssatz ohne Inflationsbereinigung anzusetzen.**¹⁸

Alternativ wäre es denkbar, wenn nur bzw überwiegend Eigenflächen betroffen sind, als Basiszinssatz den Wertsteigerungsanteil des Liegenschaftszinssatzes anzusetzen. Die Ermittlung eines passenden Liegenschaftszinssatzes ist aber unter Umständen aufwendiger und mit mehr Unsicherheiten behaftet.

3.3. Anwendung des CAPM in der Landwirtschaft

Das CAPM beruht auf Börsedaten und ist auf Kapitalgesellschaften zugeschnitten. Für bäuerliche Betriebe ist die Zinsfindung mittels CAPM-Methode wegen nicht vorhandener Daten von Peergroups zur Ableitung der Marktrisikoprämie schwer möglich. Für die Bewertung von landwirtschaftlichen Großbetrieben (Kapitalgesellschaften) vor allem in Mittel- und Osteuropa ist das CAPM zur Zinsfindung – im DCF-Verfahren¹⁹ oder mittels modifizierter Reinertragsrechnung – geeignet. In den weniger interventionistisch geprägten Agrarwirtschaften Mittel- und Osteuropas spiegelt sich die Performance der Agrarindustrie in der Landwirtschaft. In unseren östlichen Nachbarländern gibt es keinen relevanten Bodenmarkt, der für Investoren offen ist. Es ist aber möglich, Kapitalgesellschaften zu erwerben, die landwirtschaftlich tätig sind. In der Regel steht bei einem Kauf das Renditeinteresse der Investoren im Vordergrund. Die Bodenwerte liegen in den nicht grenznahen Regionen bei rund 10 % des österreichischen Niveaus. Unternehmenswerte, tatsächliche Unternehmenskaufwerte und Bodenpreis korrelieren meist.

Zur Bewertung zB einer Agrar-GmbH in einem mittel- oder osteuropäischem Staat können daher eine vor Ort als sicher eingestufte nationale Anlage als Basiszinssatz und die für das jeweilige Land publizierte Marktrisikoprämie des Landes angesetzt werden. Als Beta eignet sich zB das *unlevered beta Europe, farming/agriculture* (zuletzt 0,39

laut *Damodaran*)²⁰. Das Kapitalstrukturrisiko ist im CAPM zu berücksichtigen.

3.4. Risikozuschläge im Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren oder anderen Ertragswertrechnungen in der Land- und Forstwirtschaft

3.4.1. Vorbemerkung

Für die österreichische Land- und Forstwirtschaft, die überwiegend von kleineren Betrieben dominiert wird, sind auf die spezifische österreichische Situation angepasste Risikozuschläge aussagekräftiger als die Ableitung von Risiken über Marktrisikoprämie und Betas.

3.4.2. Wirtschaftliches Risiko

3.4.2.1. Allgemeines

Es ist grundsätzlich davon auszugehen, dass ein Landwirt durch unternehmerische Aktivitäten mehr verdienen will als durch bloße Liegenschaftsverwaltung (Verpachtung). Dieses wirtschaftliche Risiko ist daher abzubilden. Den Ansätzen der allgemeinen Unternehmensbewertung folgend ist zwischen unsystematischem und systematischem Risiko zu differenzieren.

3.4.2.2. Unsystematisches Risiko (spezifisches Unternehmensrisiko)

Das unsystematische Risiko eines (landwirtschaftlichen) Unternehmens ergibt sich aus dem Managementrisiko, den natürlichen Ertragsbedingungen und den Nutzungsrechten. Das unsystematische Risiko kann nicht über einen Vergleich mit Alternativanlagen abgebildet werden. Managementrisiko und natürliche Ertragsbedingungen sind in die (Perioden-)Planungsrechnung einzubeziehen.

3.4.2.3. Systematisches Risiko (Branchenrisiko)

Das systematische Risiko eines (landwirtschaftlichen) Unternehmens hängt von der Betriebsform, dem Markt, der Branche (Marktfrucht bzw. Ackerbau, Dauerkultur bzw. Wein bzw. Obst; Futterbau bzw. Milch, Rindermast, Veredelung bzw. Schweine bzw. Geflügel, Forst) und der Betriebsgröße ab (Gesamtstandardoutput).

Eine rein kapitalmarktorientierte Ableitung (CAPM) von Risikozuschlägen für Branchen ist mangels Börsevergleichsdaten nicht möglich. Branchenrisikozuschläge können aber mittels folgender Hypothese abgeleitet werden: **Landwirtschaft ist ein saisonales Unterfangen. Die Streuung sowohl der Einkommen als auch der Eigenkapitalrentabilität gegenüber dem mehrjährigen Durchschnitt der Ergebnisse aller Betriebe einer Branche (Peergroup) spiegelt das Branchenrisiko.**

Unterstellt man, dass ein Durchschnittslandwirt die durchschnittliche Eigenkapitalrentabilität (EKR) der Branche erwirtschaften kann, und geht man davon aus, dass sich die Rendite aus einem risikolosen Basiszinssatz (BaZi) und

einem Zuschlag für das unternehmerische Risiko ergibt, so drückt die Standardabweichung (STABW) der Eigenkapitalrentabilität in Prozent bezogen auf den mehrjährigen Schnitt das systematische Branchenrisiko aus ($EKR_{(0)} - BaZi = STABW.S$).

Die Eigenkapitalrentabilität der meisten land- und forstwirtschaftlichen Betriebe ist zwar negativ, für einen „Investor“ ist es aber dennoch relevant, wie stark die Eigenkapitalrentabilität schwankt. Die Standardabweichung der Eigenkapitalrentabilität der Branche kann damit als Risikozuschlag für die Bewertung des Eigenkapitals angesetzt werden. Liegt die Standardabweichung der Eigenkapitalrentabilität bei null, ist auch kein „Branchenrisiko“ gegeben. Es könnte dann bloß der risikolose Basiszinssatz bzw. ein angepasster Liegenschaftszinssatz angesetzt werden. Weicht die Standardabweichung der Eigenkapitalrentabilität von null ab, ist die Abweichung als Prozentsatz zum Basiszinssatz hinzuzurechnen. Die Standardabweichung der Eigenkapitalrentabilität der landwirtschaftlichen Branche ist von der Aussage her mit dem Produkt aus Marktrisikoprämie und Branchen-Beta vergleichbar (Schwankung des Aktienbranchenportfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt).

Die Standardabweichung der Eigenkapitalrentabilität (Vermögensrente in Prozent des Eigenkapitals) der landwirtschaftlichen Betriebstypen und Branchen kann aus den publizierten XLS-Tabellen DII oder DI der Buchführungsergebnisse (Spalte 975 der jeweiligen Bezugsjahre) errechnet werden.

Für die Ableitung des Risikozuschlags aus der Eigenkapitalrentabilität als relative Wertzahl ist es irrelevant, dass in den Buchführungsergebnissen das Bodenkapital pauschal als Ertragswert hinterlegt ist, da mit diesem Ansatz nur das Unternehmensrisiko abgeleitet wird. Der Bodenwert über den Basiszinssatz wird gespiegelt.

Das Branchenrisiko spiegelt auch das gegenwärtige (wirtschafts)politische Risiko. Das Branchenrisiko bzw. absehbare politische Risiken könnten auch individuell nominell in das Prognosemodell eingerechnet werden.

3.4.2.4. Politisches Risiko und Klimarisiko

Noch unbestimmte politische Risiken (die über das systematische Branchenrisiko hinausgehen) oder sich in Zukunft wahrscheinlich ändernde, aber noch nicht bestimmbare Rentabilitäten (zB durch den Klimawandel) können gegebenenfalls auch durch Risikozuschläge bzw. -abschläge berücksichtigt werden.

3.4.2.5. Nutzungsrechte und Pächterrisiko

Für viele Betriebe sind Pachtrechte die betriebswirtschaftlich wichtigsten Nutzungsrechte. Das Risiko des Pachtflächenverlustes ist im Rahmen einer landwirtschaftlichen Unternehmensbewertung (vor allem Erbhofeigenschaft und Ermittlung des Übernahmepreises) jedenfalls zu bewerten, da der Wegfall von Pachtflächen das operative Betriebsergebnis bzw. den Cashflow beeinflusst.

Zinssätze in der Bewertung von landwirtschaftlichen Liegenschaften

Ein konkretes Risiko ist in der Reinertragsrechnung mittels Phasenplanung und im DCF-Verfahren in der Periodenplanung (Detailphase) zu berücksichtigen.

Besteht ein unspezifisches Risiko, kann ein Pächterisiko mittels Risikozuschlags berücksichtigt werden. Ein unspezifisches Pächterisiko ist jedenfalls bei hohen Pachtanteilen gegeben.

3.5. Kapitalkostensatz und Kapitalstrukturrisiko

Der Fremdkapitalanteil in der Landwirtschaft lag laut Buchführungsergebnissen im Schnitt der Jahre 2014 bis 2018 über alle Betriebe hinweg gerechnet bei rund 11 %.

Ist in einem Bewertungsverfahren ein gewichteter Kapitalkostensatz (KKS) anzuwenden (DCF-Verfahren) oder wird einer angewendet, können die Fremdkapitalkosten

Tabelle 3: Übersicht Branchenrisikozuschläge Land- und Forstwirtschaft

Standardabweichungen zur Eigenkapitalrentabilität in % (975) DII	10 Jahre	5 Jahre	Standardabweichungen zur Eigenkapitalrentabilität in % (975) DI & DII	10 Jahre	5 Jahre
	2009-2018	2014-2018		2009-2018	2014-2018
	STABW S			STABW S	
Marktf Fruchtbetriebe.....	2,3	1,0	Marktf Fruchtbetriebe konventionell	2,7	1,1
15.000 bis <25.000 EUR GSO		2,9	biologisch	1,0	0,4
25.000 bis <40.000 EUR GSO		1,8			
40.000 bis <60.000 EUR GSO		1,6	Getreide-, Ölsaaten-, Eiweiß pfl. betr.		1,4
60.000 bis <100.000 EUR GSO		1,0	Ackerbaubetriebe allgemeiner Art		1,0
100.000 bis <350.000 EUR GSO		1,4			
Dauerkulturbetriebe.....	2,7	2,6			
25.000 bis <40.000 EUR GSO		3,9	Weinbaubetriebe		3,6
40.000 bis <60.000 EUR GSO		1,6	Obstbaubetriebe		1,8
60.000 bis <100.000 EUR GSO		3,3			
100.000 bis <350.000 EUR GSO		1,8			
Futterbaubetriebe.....	1,0	1,1	Futterbaubetriebe konventionell	1,2	1,3
15.000 bis <25.000 EUR GSO		2,2	biologisch	0,7	0,9
25.000 bis <40.000 EUR GSO		0,9	Milchviehbetriebe		1,3
40.000 bis <60.000 EUR GSO		1,0	Rinderaufzucht- & -mastbetriebe		0,9
60.000 bis <100.000 EUR GSO		0,8	Rindermastbetriebe		1,4
100.000 bis <350.000 EUR GSO		1,8	Mutterkuhhaltungsbetriebe		0,8
Veredelungsbetriebe.....	1,8	2,1			
60.000 bis <100.000 EUR GSO		2,4	Schweinebetriebe		2,4
100.000 bis <350.000 EUR GSO		2,0	Schweineaufzuchtbetriebe		3,2
Landw. Gemischtbetriebe.....	1,5	1,4	Schweinemastbetriebe		1,4
15.000 bis <25.000 EUR GSO		2,7	Geflügelbetriebe		1,3
25.000 bis <40.000 EUR GSO		2,4			
40.000 bis <60.000 EUR GSO		2,6			
60.000 bis <100.000 EUR GSO		1,3			
100.000 bis <350.000 EUR GSO		0,9			
Forstbetriebe (> 1/3 GSO).....	0,5	0,3	Biobetriebe alle	0,7	0,8
15.000 bis <25.000 EUR GSO		1,7	Konventionelle Betriebe alle	1,2	1,2
25.000 bis <40.000 EUR GSO		1,0			
40.000 bis <60.000 EUR GSO		0,2			
60.000 bis <100.000 EUR GSO		0,6			
100.000 bis <350.000 EUR GSO		0,4			
Alle Betriebe des Jahres.....	1,1	1,1	Nichtbergbauernbetriebe	1,6	1,3
15.000 bis <25.000 EUR GSO		2,1	Alle Bergbauernbetriebe	0,8	0,9
25.000 bis <40.000 EUR GSO		1,0	davon Erschwernispunkte-Gr 1	1,0	1,0
40.000 bis <60.000 EUR GSO		1,0	Erschwernispunkte-Gr 2	0,9	0,9
60.000 bis <100.000 EUR GSO		0,7	Erschwernispunkte-Gr 3	0,5	0,5
100.000 bis <350.000 EUR GSO		1,0	Erschwernispunkte-Gr 4	0,8	0,9

Quelle: Buchführungsergebnisse Landwirtschaft, 2009-2018; LBG, BAB (BMNT)
eigene Berechnungen aus Tabellen DI und DII, STABW.S aus 975 (2019)

nach den tatsächlich bezahlten Zinsen im Unternehmen oder – wenn nicht feststellbar – mit von der Oesterreichischen Nationalbank veröffentlichten Durchschnittssätzen für Kredite an nicht finanzielle Unternehmen angesetzt werden. Die Eigenkapitalkosten werden mit einem Kapitalisierungszinssatz (KZS), bestehend aus Basiszinssatz und Risikozuschlag, angesetzt. Der Kapitalkostensatz ergibt sich dann nach folgender Formel: $KKS = (\text{Anteil [\%] FK} \times \text{FK-Zinsen}) + (\text{Anteil [\%] EK} \times \text{KZS})$.

Aufgrund der überschaubaren Fremdkapitalfinanzierungen in land- und forstwirtschaftlichen Betrieben ist in der Regel eine eventuelle Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen (*tax shield*) nicht als Abschlag des Zinssatzes, sondern direkt in den *free cash flow* (FCF) einzurechnen (vgl den TCF-Ansatz²¹ nach Köhne).²²

Eine Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes in Form einer Umgewichtung des Risikozuschlags (RZ) ist, wenn der Schuldenstand im Schnitt der Branche liegt, nicht erforderlich. Bei hoch verschuldeten Betrieben, Betrieben mit wenig Eigenflächen oder wenn durch Baulandreserven überhohe stille Reserven gegeben sind, ist eine Umgewichtung nach der vereinfachten Gleichung $RZ_{\text{verschuldet}} = RZ_{\text{Branche}} \times \text{FK/EK}$ anzudenken.

3.6. Annahmen zu Steuern

Es empfiehlt sich, wie schon beschrieben, nominell zu planen und eine steuerliche Neutralität zu unterstellen. Die persönlichen steuerlichen Verpflichtungen werden mit dem Ansetzen des Unternehmerlohns im Reinertrag oder im FCF egalisiert. Für die Rendite des Unternehmens wird für diesen Fall angenommen, dass diese gleich wie die Erträge der unterstellten Alternativenanlagen unversteuert dem Privatvermögen zufließt.

Es wird, wenn nicht dezidiert anders vorgegeben, von der Weiterführung des landwirtschaftlichen Unternehmens oder der Aktivität ausgegangen. Es werden daher keine Liquidationskosten, Erlöse aus einer Liegenschaftsverwertung und damit verbundene Steuern angesetzt.

4. Zusammenfassung

Es ist vorab zu differenzieren, ob eine Liegenschaftsbewertung oder eine landwirtschaftliche Unternehmensbewertung bzw eine andere Ertragswertrechnung vorliegt. Es ist entweder ein Liegenschaftszins oder ein die unternehmerischen Risiken berücksichtigender Kapitalisierungszinssatz bzw Kapitalkostensatz zu wählen. Alle Zinssätze leiten sich immer aus einer **Basiskomponente** und einem **Risikozuschlag** ab.

Der **Liegenschaftszins** kann der neuen ÖNORM B 1802-1 folgend aus der **Gesamtkapitalrendite** für landwirtschaftliche Flächen abgeleitet werden.

Für **landwirtschaftliche Unternehmensbewertungen** und andere **Ertragswertrechnungen** wäre in der Regel für die Diskontierung ein die **unternehmerischen Risiken abbildender Kapitalisierungszinssatz** anzusetzen (Kapitalwertmethode). Dazu wird eine alternative als sichere geltende Anlage als Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht. Um das systematische wirtschaftliche bzw politische Risiko einer Branche abzubilden, können Branchenrisikozuschläge angesetzt werden. Der Kapitalisierungszinssatz drückt so über den Basiszinssatz die Erwartungen eines Kapitalmarktinvestors und über den Risikozuschlag das systematische Branchenrisiko aus. Das Branchenrisiko ergibt sich aus Streuung der Eigenkapitalrentabilität der Betriebe einer Branche gegenüber dem mehrjährigen Durchschnitt. Die vorgeschlagenen Branchenrisikozuschläge sind relative Werte. Unbestimmbar über das Branchenrisiko hinausgehende Risiken, Klimarisiko und Pächterrisiko können durch weitere Risikozuschläge abgebildet werden.

Der Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt damit sowohl das Kapitalmarktrisiko als auch das branchenübliche Witterungs- bzw Ertragsrisiko und das Risiko von Preis- und Nachfrageschwankungen.

Das unsystematische Risiko des Unternehmens ist in die Periodenplanungsrechnung einzubeziehen und gegebenenfalls als Kapitalkostensatz zu berücksichtigen.

Landw. Gemischtbetrieb OÖ 40.000 bis < 60.000 EUR GSO, Eigen-/Pachtflächenanteil typisch		Marktfruchtbetrieb Weinviertel 100.000 bis < 350.000 EUR GSO, hoher Pachtflächenanteil	
Basiszinssatz (Mittelwert EMS – SMR/UDRB 10 Jahre)	1,54%	Basiszinssatz (Mittelwert EMS – SMR/UDRB 15 Jahre)	2,29%
Systematisches Branchenrisiko	2,60%	Systematisches Branchenrisiko	1,40%
Pächterrisiko		Pächterrisiko	1,00%
Politisches-/Klima-Risiko		Klima-Risiko	0,50%
Kapitalisierungszinssatz	4,14%	Kapitalisierungszinssatz	5,19%
Bergbauernbetrieb (Futterbau), Tiroler Unterland, Erschwem-Gr 2 40.000 bis < 60.000 EUR GSO, nur Eigengrund		Veredlungsbetrieb Innviertel 60.000 bis < 100.000 EUR GSO, vorwiegend Eigengrund	
Wertsteigerungsrendite des Liegenschaftszinssatzes	2,73%	Wertsteigerungsrendite des Liegenschaftszinssatzes	0,64%
Systematisches Branchenrisiko	0,90%	Systematisches Branchenrisiko	2,40%
Pächterrisiko		Pächterrisiko	
Politisches-/Klima-Risiko		Politisches-Risiko (Tierschutz!)	0,50%
Kapitalisierungszinssatz	3,63%	Kapitalisierungszinssatz	3,54%

Anmerkungen

- ¹ Der Kapitalisierungszinssatz wurde bis dato aus dem inflationsbereinigten Mittelwert der Emissionsrendite und der Sekundärmarkrendite bzw. seit 2016 aus der umlaufgewichteten Durchschnittsrendite für Bundesanleihen abgeleitet. Die Inflationsbereinigung erfolgt mittels des harmonisierten Verbraucherpreisindex. Der Datenzeitraum (10 bis 30 Jahre) orientiert sich am Bewertungszweck und ermöglichte eine gewisse Flexibilität in der Zinssatzwahl; vgl. *Haimböck*, Ermittlung des Übernahmepreises eines land- und forstwirtschaftlichen Betriebes aus fachlicher Sicht (Teil I), SV 2014/3, 145; *Bundeskammer der ZiviltechnikerInnen*, Bewertungskatalog für die Fachbereiche Land- und Forstwirtschaft (2005).
- ² *Haimböck*, Zinssatzproblematik in der Landwirtschaft, Vortrag gehalten bei der Fachtagung „Grundeinlöse – Nebenschäden“ der Landwirtschaftskammer Österreich am 22. 9. 2011 in Pyhra; vgl. auch die Auswertungen von *Friedrichs*, Zinssätze in Wertermittlungen (2001).
- ³ ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung – Teil 1: Begriffe, Grundlagen sowie Vergleichs-, Sach- und Ertragswertverfahren (Ausgabe: 15. 7. 2019).
- ⁴ Wohl auch weil in Zeiten dauernd niedriger Zinsen die Kapitalwertmethode an ihre Grenzen stößt. Die in der Zeitschrift „Sachverständige“ in den letzten sieben Jahre erschienenen Beiträge zur Frage, ob und wie Risikozuschläge ermittelt werden können, spiegeln dieses Dilemma; vgl. zB *Jäger/Fichtinger/Kulterer/Schratt/Maier*, Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes für den Bereich Land- und Forstwirtschaft in Zeiten niedriger Zinsniveaus und volatiler Finanzmärkte, SV 2013/1, 32; *D. Koch*, Der Kapitalisierungszinssatz: Herleitung – Sensibilisierung – Markt-Rating, SV 2015/3, 146; *Wollein*, Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes mithilfe CAPM? SV 2017/4, 214.
- ⁵ Siehe *Leidwein*, SV 2019/2, 72 ff.
- ⁶ *Leidwein*, Zinssätze in der land- und forstwirtschaftlichen Bewertung, Vortrag gehalten bei der Tagung der Fachgruppe Land- und Forstwirtschaft des Landesverband Wien, Niederösterreich und Burgenland der Gerichtssachverständigen am 13. 9. 2018 in Pyhra.
- ⁷ R = Rendite; TR = *total return* (Gesamtrendite); NCF = Netto-Cashflow (Rendite der laufenden Reinerträge); V = *change in value* (Wertänderungsrendite); vgl. dazu *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³ (2014) 357.
- ⁸ Die eigentumsbezogenen Steuern und Abgaben können, wenn sie nicht bekannt sind, aus dem Einheitswert rückgerechnet werden.
- ⁹ Bruttopachten für NUTS 3-Gebiete und die Einheitswerte finden sich in den Buchführungsergebnissen der Bundesanstalt für Agrarwirtschaft, online abrufbar unter <https://www.agraroekonomik.at/index.php?id=buchfuehrungsergebnisse>. Die gepachteten landwirtschaftlichen Flächen umfassen sowohl höhere Neupachten als auch innerfamiliär gepachtete und ohne Entgelt zur Nutzung überlassene Flächen. Im Schnitt ergibt sich damit ein valider Indikator für die Ortsüblichkeit.
- ¹⁰ *Kranewitter* erwägt Zuschläge von bis zu 2 %; vgl. *Kranewitter*, Liegenschaftsbewertung⁶ (2010) 94.
- ¹¹ Siehe *Leidwein*, SV 2019/2, 72 ff.
- ¹² Fachgutachten KFS/BW 1 des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung vom 26. 3. 2014; IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vom 2. 4. 2008; vgl. auch *Kranewitter*, Unternehmensbewertung für Praktiker² (2007).
- ¹³ WACC = *weighted average cost of capital*.
- ¹⁴ Der zugrunde zu legende Zeitraum bei Heranziehung einer Alternativenanlage sollte im Anwartschaftsrecht in Hinblick auf die Nachtragserteilungsfrist (vgl. OGH 28. 4. 1994, 6 Ob 13/94; RIS-Justiz RS0050279) zumindest 10 Jahre abbilden.
- ¹⁵ KFS/BW 1, Rz 57.
- ¹⁶ ÖNORM B 1802: Liegenschaftsbewertung – Grundlagen (Ausgabe: 1. 12. 1997).
- ¹⁷ Der Verbraucherpreisindex kommt bei landwirtschaftlichen Verpachtungen kaum zur Anwendung. Die Wertsicherung der Pacht erfolgt in der Regel auf Grundlage des Agrarpreisindex (seit 1995 publiziert) bzw. bei älteren Verträgen auf Grundlage des Weizenpreises.
- ¹⁸ Bei einer Nominalrechnung werden angenommene Preisänderungen (Einnahmen wie Ausgaben) in die Prognose miteinbezogen. Bei Realrechnungen werden alle Nominalbeträge auf Beträge gleicher Kaufkraft umgerechnet, wobei die Festlegung eines Referenzzeitpunktes für die Kaufkraft nötig ist. Für den Fall der Realrechnung wäre die Inflationsbereinigung des Zinssatzes angebracht.
- ¹⁹ DCF = *discounted cash flow*.
- ²⁰ *Damodaran*, Levered and Unlevered Betas by Industry (2019), online abrufbar unter <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
- ²¹ TCF = *total cash flow*.
- ²² *Köhne*, Landwirtschaftliche Taxationslehre⁴ (2007).

Korrespondenz:
Dipl.-Ing. Mag. DDr. Alois Leidwein
Hauptstraße 21, 2263 Dürnkrot
Tel.: 0699 / 111 77 748
E-Mail: alois@leidwein.at