Crowe

Kleeberg

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q1

2025

Inhalt

Bewertungsmethode

Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV-Verfahren)

Kapitalkosten

Signifikanzkriterien bei der Ableitung des Betafaktors

Rechtsprechung

Betafaktor bei vermögensverwaltenden Gesellschaften

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV-Verfahren)

Das Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV-Verfahren), zu Deutsch: Konzept des angepassten Barwerts, ist ein Zukunftserfolgswertverfahren zur Berechnung des Werts eines Unternehmens. Es handelt sich um ein **Verfahren der sogenannten Brutto-Kapitalisierung.** Das heißt, es wird zunächst ein Gesamtunternehmenswert ermittelt. Das APV-Verfahren unterstellt ein fiktiv unverschuldetes Unternehmen und damit eine vollständige Eigenfinanzierung bei der Prognose der zukünftigen Free Cashflows (FCF). Der Begriff Free Cashflow bezeichnet die operativen finanziellen Überschüsse vor Abzug der finanzierungsbedingten Zahlungsströme. Unter der Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung des Bewertungsobjekts fließt der bewertungsrelevante Cashflow vollständig dem Eigenkapitalgeber zu. Beim APV-Verfahren ergibt sich daher in einem ersten Schritt der Marktwert eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens durch die Diskontierung dieser FCF mit der geforderten Eigenkapitalrendite. Die Eigenkapitalrendite ist ebenfalls auf ein unverschuldetes Unternehmen zu beziehen. In einem zweiten Schritt ist der steuerbedingte Wertbeitrag der Verschuldung **(Tax Shield)** zu ermitteln. Hierbei handelt es sich um den Barwert der zukünftigen Steuerersparnisse aus den Fremdkapitalzinsen. Die Summe aus dem Marktwert des fiktiv unverschuldeten Unternehmens und dem Wert des Tax Shields entspricht dem Gesamtunternehmenswert. Durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals vom errechneten Gesamtunternehmenswert ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals.

Im APV-Ansatz werden die Erträge mit dem unverschuldeten Eigenkapitalkostensatz diskontiert, sodass hierbei keine Kapitalstruktur zu berücksichtigen ist. In der Bewertungspraxis vereinfacht dies die praktische Handhabung des Bewertungsmodells, da **kein Zirkularitätsproblem** auftritt, wie dies bspw. beim FCF-Verfahren der Fall ist. Beim FCF-Verfahren ist die Ermittlung eines mit Eigen- und Fremdkapitalquote gewichteten Kapitalisierungszinssatzes (WACC) erforderlich. Beide Quoten werden dabei iterativ ermittelt. Ein weiterer Vorteil des APV-Verfahrens liegt im **separaten Ausweis** einerseits des Werts des operativen Geschäfts des Unternehmens und des Steuervorteils durch die Fremdfinanzierung (Tax Shield) andererseits. Hierdurch wird der Einfluss der Fremdfinanzierung auf den Gesamtkapitalwert separiert und die Wertsteigerung des Unternehmens durch die Fremdfinanzierung kann transparent dargestellt werden.

Zwirner/Schöffel
FAUB des IDW veröffentlicht Entwurf einer neuen Fassung des IDW S 1 i. d. F. 2008 (IDW ES 1 n. F.), StuB, 2/2025, S. 64-66.

i

Signifikanzkriterien bei der Ableitung des Betafaktors

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes durch das CAPM im Rahmen von Unternehmensbewertungen drückt der Betafaktor das systematische Risiko des Bewertungsobjekts aus, das nicht durch Diversifikation ausgeglichen werden kann. Konkret misst der Betafaktor die Schwankung der Renditen einer Aktie relativ zur Schwankung der Renditen des Marktes. In der praktischen Ermittlung ist der Betafaktor die Steigung der Regressionsgeraden in einer linearen Regression mit einer Variable.

Zur Einschätzung der Belastbarkeit des Betafaktors werden in der Bewertungspraxis regelmäßig die statistischen Filterkriterien Bestimmtheitsmaß **R^2** und der **t-Test** herangezogen sowie teilweise auch die **Liquidität** einer Aktie.

Das Bestimmtheitsmaß **R^2** basiert auf den Abweichungen zwischen den Beobachtungswerten und den geschätzten Werten auf der Regressionsgerade. Im Kontext des Betafaktors drückt das R^2 daher aus, in welchem Umfang das Risiko der Aktie durch Marktfaktoren determiniert wird. Ein hoher Wert von R^2 lässt auf eine statistisch aussagekräftige Regressionsfunktion schließen. Niedrigere Werte lassen auf einen fehlenden Zusammenhang zwischen Aktienrenditen und Marktrenditen schließen.

Der **t-Test** zeigt hingegen den Grad des Einflusses der unabhängigen Variable (Marktrendite) auf die abhängige Variable (Aktienrendite) an. Der t-Test überprüft daher, ob ein Zusammenhang zwischen der Marktrendite (unabhängige Variable) und der Aktienrendite (abhängige Variable) besteht. Dabei muss ein im Vorhinein definierter kritischer t-Wert erreicht werden.

Ein aussagekräftiger Betafaktor besteht nur, wenn sich die Aktienrenditen unverzüglich an geänderte ökonomische Rahmenbedingungen anpassen. Dies ist nur gegeben, wenn die Aktie eine hinreichende **Liquidität** aufweist.

Zur Messung einer ausreichenden Liquidität der dem Betafaktor zugrunde liegenden Aktie können folgende Kennzahlen herangezogen werden:

- Handelstage der Aktie in % der gesamten Börsentage
- Durchschnittlicher Bid-Ask-Spread pro Tag
- Durchschnittlicher Handelsumsatz pro Tag

Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread pro Tag beschreibt die Differenz zwischen den vorliegenden Kauf- und Verkaufsangeboten einer Aktie. Je niedriger der Bid-Ask-Spread, desto einheitlicher ist die Bewertung der Aktie am Markt, was eine gleichmäßige Informationsverarbeitung widerspiegelt.

Zwirner/Schöffel
Implikationen des aktuellen Zinsniveaus für den Goodwill-Impairment-Test, IRZ, 3/2025, S. 103-107.

i

Rechtsprechung

Betafaktor bei vermögensverwaltenden Gesellschaften

Der Betafaktor zeigt, wie stark der Wert eines Unternehmens oder einer Aktie im Verhältnis zu einem Aktienindex schwankt, und drückt das Risiko des Bewertungsobjekts aus. Im Vergleich zum Aktienindex impliziert ein Betafaktor von kleiner 1,00 ein geringeres und ein Betafaktor von größer 1,00 ein höheres Unternehmensrisiko. **Ein höherer Betafaktor führt ceteris paribus zu höheren Kapitalkosten sowie einem geringeren Unternehmenswert**. Sofern das zu bewertende Unternehmen an keiner Börse notiert ist, muss zur Ermittlung des Betafaktors auf die Daten einer Peer-Group aus vergleichbaren Unternehmen abgestellt werden.

Dies gilt auch im Falle von **vermögensverwaltenden Unternehmen**, deren Tätigkeit das Halten und Verwalten von Vermögenswerten wie Bestandsimmobilien, Beteiligungen (z.B. Aktien) oder Edelmetallen (z.B. Gold) ist. Die für die Bewertung eines vermögensverwaltenden Unternehmens relevanten finanziellen Überschüsse sind meist über einen längeren Zeitraum vertraglich festgelegt (bspw. Mieteinnahmen) und daher mit einem geringen, fast schon unwesentlichen Risiko behaftet. In der Folge ist bei vermögensverwaltenden Gesellschaften i.d.R. ein vergleichsweise geringer Betafaktor zu beobachten.

Die Höhe des anzusetzenden Betafaktors wird in der Bewertungspraxis durch fallspezifisch zu bestimmende Parameter beeinflusst, wie z.B. die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen. Deshalb war der Betafaktor bei vermögensverwaltenden (Immobilien-)Gesellschaften in den vergangenen Jahren immer wieder Gegenstand gerichtlicher Auseinandersetzungen.

So stellte das OLG Frankfurt a.M. in seinem Beschluss vom 08.09.2016 (21 W 36/15) fest, dass ein **rein vermögensverwaltendes Unternehmen ein geringeres unternehmerisches Risiko aufweist als ein operativ tätiges Unternehmen**. Für vermögensverwaltende Immobiliengesellschaften hält das Gericht einen Betafaktor von unter 1,00 für nachvollziehbar. Das BayObLG hat in seinem Beschluss vom 18.05.2022 (101 ZBR 97/20) einen unverschuldeten Betafaktor von 0,66 als angemessen angesehen. Das zu bewertende Unternehmen hielt in diesem Fall Immobilien, Gold und Aktien. Auch das OLG Karlsruhe stellte in seinem Beschluss vom 25.05.2020 (21 W 17/19) fest, dass ein unlevered Betafaktor von 0,45 grundsätzlich sehr niedrig sei und gegebenenfalls bei vermögensverwaltenden (Immobilien-)Gesellschaften zu beobachten wäre.

BayObLG, Beschluss v. 18.05.2022 (101 ZBR 97/20), NZG 2023, 334.
OLG Karlsruhe, Beschluss v. 25.05.2020 (21 W 17/19), NZG 2020, 907.
OLG Frankfurt a.M., Beschluss v. 08.09.2016 (21 W 36/15), NZG 2017, 622.

i

Literatur

Zwirner/Schöffel
Implikationen des aktuellen Zinsniveaus für den Goodwill-Impairment-Test, IRZ, 3/2025, S. 103-107.

Zwirner/Schöffel
FAUB des IDW veröffentlicht Entwurf einer neuen Fassung des IDW S 1 i. d. F. 2008 (IDW ES 1 n. F.), StuB, 2/2025, S. 64-66.

Zwirner/Schöffel
Entwurf des IDW ES 1 n.F. veröffentlicht, DB, 05/2025, S. 210.

Heimgartner/Zwirner/Häcker
Der Wachstumsfaktor in der ewigen Rente bei der Unternehmensbewertung – Nominalwachstum, Realwachstum und Inflation, DB, 08/2025, S. 407-412.

Zwirner/Boecker
Ausgestaltung und Prüfung des internen Kontrollsystems zur Aufstellung eines Nachhaltigkeitsberichts (IDW Praxishinweis 4/2023 mit Bezug zu IDW PS 982), DB, 19/2024, S. 1155-1156.

Zwirner/Busch/Schöffel
Marktkapitalisierung versus Buchwert des Eigenkapitals – Anmerkungen zur Buchwert-Marktwert-Lücke 2023 in der Praxis und Implikationen für den Goodwill, KoR, 11-12/2024, S. 413-420.

Zwirner/Schöffel
Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Untersuchung der IFRS-Impairment-Zinssätze im Zeitraum 2008 bis 2023, DB, 47/2024, S. 2851-2852.

Veranstaltungen

Termin	Thema
05.05.2025	Prüfung von Nachhaltigkeitsberichten
19.05.2025	Deutscher Steuerberaterkongress 2025, Steuerbilanz und Nachhaltigkeitsberichterstattung

Für Mandanten und Interessierte:

Profitieren Sie von unseren Bewertungsleistungen. Mit der **Kleeberg Valuation Services GmbH** bündeln wir unsere Expertise zu sämtlichen Fragen rund um die Unternehmensbewertung. Besuchen Sie uns gerne auf www.kleeberg-valuation.de oder kontaktieren Sie uns direkt unter unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de.

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Neuauflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

www.handbuch-unternehmensbewertung.de

Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:
www.kleeberg-valuation.de
www.unternehmensbewertung.de
www.kleeberg.de
unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Informationen:

Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

www.kleeberg.de

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen in dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung umgesetzt werden.

© 03/2025. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Tax | Audit | Advisory | Legal | IT Audit | Valuation | Sustainability | FAAS