

BEWERTUNGS PRAKTIKER

www.cf-fachportal.de

» Fachinformationen zu Bewertungsfragen

Matthias Meitner / Felix Streitferdt / Lothar Streitferdt

Bottom-Up Debt Beta

62

Das Debt Beta hat seinen festen Platz in unseren theoretischen Kapitalkostenfunktionen gefunden. Doch die praktische Einbeziehung bereitet Unternehmensbewertern regelmäßig Probleme, da der übliche Ansatz – die Bereinigung von beobachtbaren FK-Renditen – stets viele Ungenauigkeiten mit sich bringt. Im vorliegenden Beitrag präsentieren wir eine Alternativ-Methode zur Debt-Beta-Ermittlung: Bottom-Up und simulationsbasiert.

Kai Behling

Debt Beta und WACS – Empfehlung Debt Beta der KSW (Österreich) und IDW Praxishinweis 2/2018 im Vergleich

69

Die Behandlung unsystematischer Bestandteile der FK-Kosten (WACS) ist seit 2015 durch die „Empfehlung Debt Beta“ vorgegeben, während das IDW diese Frage nicht adressiert. Der WACS führt jedoch zu einer Überbewertung des Fremdkapitals, relativiert sich bei synchronem Unlevern und kann im Übrigen nicht unabhängig von operativen Ratingeffekten betrachtet werden.

Alexander Enzinger

Debt Beta und Wertabschlag Credit Spread (WACS)

75

Die von Behling in BWP 2020 S. 69 ff. aufgeworfenen Fragestellungen in Bezug auf die österreichische Empfehlung Debt Beta werden in dieser Replik ausführlich gewürdigt. Es zeigt sich, dass die Aussagen und Schlussfolgerungen von Behling zum Teil auf grundlegenden Missverständnissen beruhen. Bei richtigem Verständnis und korrekter Anwendung der Empfehlung Debt Beta erweisen sich die von Behling genannten Kritikpunkte als unberechtigt.

Andreas Emmert

Extraktion und Versand von funktionsfähigen Modellteilen mit Microsoft Excel

81

Der Versand von Modellauszügen an Dritte kann u.U. recht aufwendig sein. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn das Ziel ist, mehrere Arbeitsblätter und Berechnungsformeln so zu verändern, dass keine externen Dateibezüge beim Versand des Modellauszugs verbleiben. Eine Lösung kann die Automatisierung der Einzelschritte mit VBA sein.

BETA-FAKTOREN 84 • TRANSAKTIONSMULTIPLIKATOREN 87 • AUS DER EACVA 90 • PERSÖNLICH 92

Kooperationspartner

**CORPORATE
FINANCE**



Hauptsponsor



WP/StB FH-Hon.Prof. MMag. Alexander Enzinger, CVA

Debt Beta und Wertabschlag Credit Spread (WACS)

– Replik auf Behling, BWP 2020 S. 69 ff. –

Die von *Behling* in BWP 2020 S. 69 ff. aufgeworfenen Fragestellungen in Bezug auf die österreichische Empfehlung Debt Beta werden in dieser Replik ausführlich gewürdigt. Es zeigt sich, dass die Aussagen und Schlussfolgerungen von *Behling* zum Teil auf grundlegenden Missverständnissen beruhen. Bei richtigem Verständnis und korrekter Anwendung der Empfehlung Debt Beta erweisen sich die von *Behling* genannten Kritikpunkte als unberechtigt. Da sich die Empfehlung Debt Beta explizit mit der Frage des systematischen Anteils am Credit Spread auseinandersetzt, hat sie vielmehr zu einer Weiterentwicklung und Verfeinerung des Debt Beta Konzeptes beigetragen.

I. Einleitung

Mittlerweile liegen sowohl in Deutschland¹ als auch in Österreich² Praxishinweise bzw. Empfehlungen vor, die sich mit der Berücksichtigung des Verschuldungsgrads, des Debt Beta und des Insolvenzzrisikos bei der Unternehmensbewertung befassen. Der Autor hat in RWZ 2019/19 als wesentlichen Unterschied zwischen den österreichischen und deutschen Verlautbarungen die Ermittlung der für die Ableitung des Debt Beta erforderlichen Fremdkapitalkosten identifiziert.³ Nach der österreichischen Empfehlung Debt Beta⁴ sind dafür die Fremdkapitalkosten lt. CAPM heranzuziehen, die ausschließlich den risikolosen Basiszinssatz und den Zuschlag für systematische Risiken beinhalten. Andere Komponenten des Credit Spread (wie z.B. Vergütungen für die Übernahme von unsystematischen Risiken, sonstige Kosten sowie Gewinnzuschläge) sind zu eliminieren. Der IDW Praxishinweis 2/2018⁵ behandelt hingegen nur die Korrektur um Insolvenz- bzw. Ausfallrisiken⁶ und geht auf eine Differenzierung zwischen erwarteten Fremdkapitalzinsen, wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, und Fremdkapitalkosten zur Debt Beta Berechnung nicht ein. *Behling* greift dieses Thema in BWP 2020 S. 69 ff. auf und äußert mehrere Kritikpunkte an der österreichischen Empfehlung Debt Beta. Wie im folgenden Beitrag gezeigt wird, erweisen sich die von *Behling* genannten Kritikpunkte bei korrekter Anwendung der Empfehlung Debt Beta als unberechtigt.

1 IDW, Praxishinweis zur Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW Praxishinweis 2/2018), veröffentlicht am 12.09.2018.

2 Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (KSW), Empfehlung zur Berücksichtigung eines Debt Beta (Empfehlung Debt Beta), veröffentlicht am 21.05.2015, und Empfehlung zur Berücksichtigung des Insolvenzzrisikos (Empfehlung Insolvenzzrisiko), veröffentlicht am 30.05.2017.

3 Vgl. Enzinger, RWZ 2019/19 S. 88.

4 Vgl. Enzinger/Mandl, RWZ 2015/46 S. 168.

5 IDW Praxishinweis 2/2018, IDW Life 2018 S. 966; IDW Praxishinweis 2/2018 (IDW visuell), WPg 2019 S. 114; Peemöller, BB 2018 S. 2795; Zwirner/Zimny, DB 2018 S. 2713; Zwirner/Zimny, DB 2019 S. 77; Schüler/Schwetzel, DB 2019 S. 1745; Haesner/Jonas, WPg 2020 S. 159.

6 Auf die Unterschiede zwischen Insolvenzzrisiko und Ausfallrisiko soll in diesem Beitrag nicht näher eingegangen werden.

II. Fragestellungen

Aus dem Beitrag von *Behling* lassen sich m.E. folgende zentrale Fragestellungen in Bezug auf die österreichische Empfehlung Debt Beta ableiten, die in der Folge behandelt werden⁷:

1. *Behling* stellt prinzipiell in Frage, ob das Debt Beta die Übernahme von systematischen Risiken i.S.d. CAPM durch die Fremdkapitalgeber zum Ausdruck bringt. In der Folge wird gezeigt, dass es bei Anwendung eines Debt Beta zu einem Transfer von systematischen Risiken von den Eigenkapitalgebern zu den Fremdkapitalgebern und somit zu einer Reduktion des (Kapitalstruktur-) Risikos der Eigenkapitalgeber kommt.
2. Nach *Behling* müssen die erwarteten Fremdkapitalzinsen, wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, immer den Fremdkapitalkosten zur Debt Beta Berechnung entsprechen. Es wird gezeigt, dass dies nicht immer der Fall sein muss und eine Differenzierung zwischen erwarteten Fremdkapitalzinsen und Fremdkapitalkosten angezeigt sein kann.
3. *Behling* stellt den Wertabschlag Credit Spread (WACS) als das zentrale Element der österreichischen Empfehlung Debt Beta dar. Tatsächlich zielt die Empfehlung Debt Beta primär darauf ab, Überbewertungen durch eine unplausible Ermittlung des Debt Beta zu vermeiden. Es wird gezeigt, dass sich der WACS beim APV-Verfahren bloß als mathematische Folge der Annahmen bei der Ermittlung des Debt Beta ergibt.
4. Nach *Behling* soll es bei Anwendung der Empfehlung Debt Beta zu einer Überbewertung des Fremdkapitals kommen. Gleichzeitig zeigt er aber selbst, dass eine „Skalierung“ der Fremdkapitalzinsen nicht zu unterschiedlichen Marktwerten des Fremdkapitals führt. Anhand der von *Behling* selbst dargestellten Grundlagen lässt sich zeigen, dass eine Bewertung im Einklang mit der Empfehlung Debt Beta den Marktwert des Fremdkapitals nicht verändert.
5. Nach *Behling* ignoriere die Empfehlung Debt Beta operative Ratingeffekte. Auch wenn sich die Empfehlung Debt Beta mit dieser Frage nicht auseinandersetzt, lässt sich zeigen, dass dies im Lichte des österreichischen Fachgutachten KFS/BW 1 unzutreffend ist.
6. Nach *Behling* halten sich die „Protagonisten der Empfehlung Debt Beta“ selbst nicht an ihre Vorgehensweise. Er begründet dies mit einer angeblich inkonsistenten Vorgehensweise beim Unlevern und Relevern. Da die Prinzipien der Empfehlung Debt Beta sowohl beim Unlevern als auch beim Relevern zur Anwendung kommen müssen, lässt sich zeigen, dass die Aussage von *Behling* unzutreffend ist.

In der Folge wird auf diese Fragen näher eingegangen.

7 Es werden nur jene Aspekte des Beitrags von *Behling* behandelt, die aus Sicht der österreichischen Empfehlung Debt Beta wesentlich erscheinen. Andere Aspekte des Beitrags werden nicht kommentiert. Der Autor gibt seine persönliche Auffassung wieder.

III. Wirkungsweise des Debt Beta

Behling stellt grds. in Frage, ob das Fremdkapital Beta (Debt Beta) die Übernahme von systematischen Risiken i.S.d. CAPM durch die Fremdkapitalgeber zum Ausdruck bringt, indem er darauf verweist, dass der Abzug des Debt Betafaktors und damit die rechnerische Verringerung des levered Equity Betafaktors „meist mit der Übernahme systematischer oder operativer Risiken der FK-Geber gleichgesetzt“ wird⁸. In der Folge zitiert er *Schüler/Schwetzer*, die ausführen, dass es unklar sei, wie das vom Ausfallrisiko abzugrenzende „operative Risiko“ aussehen könnte, an dem die Fremdkapitalgeber beteiligt werden sollten und daraus folgern, dass operative Risiken, die zu Ausfällen der Gläubiger führen, Bestandteil des Ausfallrisikos sind.⁹ Es entsteht der Eindruck, dass Fremdkapitalgeber, die Ausfallrisiko zu tragen haben, kein systematisches Risiko i.S.d. CAPM übernehmen können. Dies ist – wie im Folgenden gezeigt wird – unzutreffend.

Während die von *Schüler/Schwetzer* geäußerte Kritik hinsichtlich des Begriffs des „operativen Risikos“ betreffend den IDW Praxishinweis 2/2018 berechtigt sein mag, geht sie bei der österreichischen Empfehlung Debt Beta ins Leere: Diese führt aus, dass die Berücksichtigung eines Debt Beta bei der Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber zu einer Verminderung des (Kapitalstruktur-) Risikos – und somit gerade nicht des operativen Risikos – der Eigenkapitalgeber führt. Das operative Risiko wird durch das unverschuldete Equity Beta repräsentiert, das Kapitalstruktur- oder Finanzierungsrisiko bringt das veränderte Risiko der Unternehmenseigner aus einer veränderten Kapitalstruktur zu Ausdruck.¹⁰ Auch aus dem Beitrag von *Schüler/Schwetzer* lässt sich ableiten, dass die Übernahme von Ausfallrisiko durch die Fremdkapitalgeber das Kapitalstrukturrisiko der Eigenkapitalgeber vermindert und zu einem Anstieg der Fremdkapitalkosten und somit des von den Fremdkapitalgebern zu tragenden Risikos führt.¹¹

Hinsichtlich des im IDW Praxishinweis 2/2018 verwendeten Begriffs „Ausfallrisiko“ ist darauf hinzuweisen, dass *Schüler/Schwetzer* an anderer Stelle ihres Beitrags ihre Vermutung zum Ausdruck bringen, dass „mit der in der Empfehlung [IDW Praxishinweis 2/2018] gebrauchten Formulierung „Ausfallrisiken“ tatsächlich die möglichen negativen finanziellen Auswirkungen einer tatsächlichen oder drohenden Insolvenz gemeint sind.“¹² Gemeint ist daher das Insolvenzrisiko bzw. die Insolvenzwahrscheinlichkeit, das bzw. die bei der Ermittlung der Erwartungswerte der Cashflows zu berücksichtigen ist. Zur näherungsweisen Ermittlung des Erwartungswerts der Fremdkapitalzinsen $E(i_{FK})$ ist vom Vertragszins (i_{FK}) der erwartete Ausfall in Höhe der Insolvenzwahrscheinlichkeit in Abzug zu bringen.¹³ Da der Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen i.d.R. nicht risikolos ist, tragen die Fremdkapitalgeber auch das nicht erwartungsgemäß anfallende (Ausfall-) Risiko. Im Modellrahmen des CAPM ist die systematische Komponente des Ausfallrisikos unmittelbar im Betafaktor zu

erfassen.¹⁴ D.h., Ausfallrisiko und systematisches Risiko sind keine sich ausschließenden Begriffe.

Die Wirkungsweise des Debt Beta kann anhand der exemplarisch dargestellten Beta-Anpassungsformel nach *Harris/Pringle* wie folgt gezeigt werden:

$$\beta_v = \beta_u + (\beta_u - \beta_{FK}) \times \frac{FK}{EK} \quad (1)$$

Wie aus Formel (1) ersichtlich, führt das Debt Beta (β_{FK}) zu einer Verminderung des Kapitalstruktur-Risikos der Eigenkapitalgeber und folglich zu einer Verminderung der Kapitalkosten der Eigenkapitalgeber des verschuldeten Unternehmens (r_{EKv}). Da sowohl das unverschuldete Equity Beta (β_u) als auch das verschuldete Equity Beta (β_v) in der Modellwelt des CAPM nur systematische Risiken abbilden, vermindert das Debt Beta das von den Eigenkapitalgebern zu tragende systematische Risiko. Daraus lässt sich ableiten, dass bei der Ermittlung des Debt Beta darauf zu achten ist, dass es selbst auch nur systematische Risiken i.S.d. CAPM abbildet.¹⁵ Andernfalls käme es zur Überschätzung der Risikominderung für die Eigenkapitalgeber. Eine CAPM-konforme Ermittlung der Eigenkapitalkosten setzt daher voraus, dass das Debt Beta nur systematische Risiken i.S.d. CAPM abbildet.¹⁶

Bei Anwendung eines Debt Beta wird daher ein Transfer von systematischen Risiken i.S.d. CAPM von den Eigenkapitalgebern zu den Fremdkapitalgebern und somit eine Reduktion des (Kapitalstruktur-) Risikos der Eigenkapitalgeber unterstellt. Das Debt Beta zeigt somit, in welchem Ausmaß die Fremdkapitalgeber systematisches Risiko i.S.d. CAPM übernehmen.¹⁷ „Risiko, das den Gläubigern aufgezwungen wird, muss von den Eigentümern nicht geschultert werden.“¹⁸

IV. Fremdkapitalzinsen und Fremdkapitalkosten

Nach *Behling* müssen die erwarteten Fremdkapitalzinsen, wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, immer den Fremdkapitalkosten zur Debt Beta Berechnung entsprechen.¹⁹ Wie im Folgenden gezeigt wird, muss dies nicht immer der Fall sein, sodass eine Differenzierung zwischen erwarteten Fremdkapitalzinsen und Fremdkapitalkosten angezeigt sein kann. In der Planungsrechnung sind die als Auszahlung zu berücksichtigenden Fremdkapitalzinsen mit ihrem Erwartungswert anzusetzen.²⁰ Wie bereits ausgeführt, ist zur näherungsweisen Ermittlung des Erwartungswertes der Fremdkapitalzinsen $E(i_{FK})$ vom Vertragszins (i_{FK}) der erwartete Ausfall in Höhe der Insolvenzwahrscheinlichkeit in Abzug zu bringen.²¹ In einer

⁸ Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 70.

⁹ Vgl. *Schüler/Schwetzer*, DB 2019 S. 1747.

¹⁰ Zu den Begriffen „operatives Risiko“ und „Kapitalstrukturrisiko“ siehe IDW, *Bewertung und Transaktionsberatung* (2018), Kap A, Tz. 336 ff. sowie die Abb. bei Tz. 417.

¹¹ Vgl. *Schüler/Schwetzer*, DB 2019 S. 1747; siehe auch *Drukarczyk/Schüler*, *Unternehmensbewertung*, 7. Aufl. 2016, S. 380, die treffend ausführen, dass bei Kompensation des Ausfallrisikos die von den Fremdkapitalgebern „geschulterte“ Risikomenge steigt.

¹² Vgl. *Schüler/Schwetzer*, DB 2019 S. 1748.

¹³ Vgl. *Franken/Gleißner/Schulte*, CF 2020 S. 84.

¹⁴ Vgl. *Franken/Gleißner/Schulte*, CF 2020 S. 90, die vereinfachend „Ausfallrisiko“ und „Insolvenzrisiko“ als identisch betrachten.

¹⁵ Für die Ableitung des Debt Beta wird i.d.R. unterstellt, dass das CAPM auch für Fremdkapitaltitel anwendbar ist. Vgl. *Zwirner/Zimny*, DB 2019 S. 78; kritisch *Ballwieser*, CF 2016 S. 437.

¹⁶ Vgl. *Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V.*, BWP 2011 S. 20; *Lütteschümer*, *Die Berücksichtigung von Finanzierungsrisiken bei der Ermittlung von Eigenkapitalkosten in der Unternehmensbewertung*, 2012, S. 132.

¹⁷ Vgl. *Lütteschümer*, a.a.O. (Fn. 16), S. 127.

¹⁸ *Drukarczyk/Schüler*, a.a.O. (Fn. 11), S. 371.

¹⁹ Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 72.

²⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 25, wonach im Bewertungskalkül stets Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse anzusetzen sind.

²¹ Zur besseren Lesbarkeit wird in diesem Beitrag grds. auf die Verwendung von Erwartungswertoperatoren und Zeitindizes verzichtet. Davon ausgenommen ist der Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen, der mit $E(i_{FK})$ angegeben wird, um diesen klar vom Vertragszins i_{FK} abgrenzen zu können.

idealtypischen CAPM-Welt²², in der die Kapitalgeber nur eine Vergütung für die Übernahme von systematischen Risiken fordern und es keine Transaktionskosten gibt, entsprechen die erwarteten Fremdkapitalzinsen, wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, den Fremdkapitalkosten, die zur Ermittlung der Diskontierungssätze heranzuziehen sind. Unter dieser Annahme beinhaltet die Risikoprämie der Fremdkapitalgeber ausschließlich eine Vergütung für die Übernahme von systematischen Risiken i.S.d. CAPM. In der Praxis ist jedoch zu beobachten, dass die erwarteten Fremdkapitalzinsen neben der Vergütung für die Übernahme von systematischen Risiken i.S.d. CAPM auch andere Komponenten beinhalten können (z.B. Vergütung für die Übernahme unsystematischer Risiken, sonstige Kosten, Gewinnzuschläge).²³ Auch aus empirischen Studien²⁴ und Teilen der Bewertungsliteratur²⁵ ergibt sich, dass der Credit Spread nicht ausschließlich auf systematische Risiken entfallen muss und eine differenzierte Betrachtung angezeigt sein kann.

Wie oben gezeigt, darf das Debt Beta für eine CAPM-konforme Ermittlung der Eigenkapitalkosten nur systematische Risiken i.S.d. CAPM abbilden. Zur Ableitung des Debt Beta sind daher Fremdkapitalkosten (r_{FK}) erforderlich, die ausschließlich nach dem CAPM definiert sind:²⁶

$$r_{FK} = i_r + \beta_{FK} \times MRP \rightarrow \beta_{FK} = \frac{r_{FK} - i_r}{MRP} \quad (2)$$

Die „Fremdkapitalkosten lt. CAPM“ (r_{FK}) beinhalten ausschließlich den risikolosen Zins (i_r) und einen Zuschlag für die Kompensation des systematischen Risikos ($\beta_{FK} \times MRP$). Zur Berechnung des Debt Beta wird die Differenz zwischen den Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}) und dem risikolosen Zinssatz (i_r) durch die Marktrisikoprämie (MRP) dividiert.

Wie gezeigt, müssen sich die erwarteten Fremdkapitalzinsen [$E(i_{FK})$], wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, und die Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}), die zur Ermittlung des Debt Beta heranzuziehen sind, nicht immer entsprechen. Wird die Differenz zwischen $E(i_{FK})$ und r_{FK} mit dem Bestand an Fremdkapital (FK) multipliziert, entspricht dies dem Erwartungswert von Auszahlungen für nicht-systematische Vergütungen der Fremdkapitalgeber (z.B. für die Übernahme von unsystematischen Risiken, sonstige Kosten und Gewinnzuschläge). Auch diese erwarteten Auszahlungen sind im Bewertungskalkül zu berücksichtigen, sodass ein Ansatz der Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}) zur Ermittlung der erwarteten Auszahlungen für Fremdkapitalzinsen in der Planrechnung i.d.R. ausscheidet.

Zur (indirekten) Ermittlung der Fremdkapitalkosten lt. CAPM und folglich des Debt Beta ist eine Schätzung des Anteils der systematischen Risiken (a_{sys}) am Credit Spread [$E(i_{FK}) - i_r$] erforderlich:

$$\beta_{FK} = \frac{[E(i_{FK}) - i_r] \times a_{sys}}{MRP} = \frac{r_{FK} - i_r}{MRP} \quad (3)$$

Die Frage, ob bzw. in welchem Ausmaß der Credit Spread [$E(i_{FK}) - i_r$] auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen ist, kann nicht allgemein, sondern immer nur im konkreten Einzelfall beantwortet werden.²⁷ Wird z.B. mit einem Debt Beta von Null gerechnet, unterstellt man implizit, dass a_{sys} auch Null ist. Ermittelt man das Debt Beta anhand des vollen Credit Spreads [$E(i_{FK}) - i_r$] dann geht man von $a_{sys} = 100\%$ aus. Die Annahme über den systematischen Anteil am Credit Spread (a_{sys}) hat einen relevanten Einfluss auf den Unternehmenswert. Je mehr systematische Risiken die Fremdkapitalgeber übernehmen (d.h. je höher a_{sys} ist), desto geringer ist das bei den Eigenkapitalgebern verbleibende systematische Risiko, desto geringer sind die verschuldeten Eigenkapitalkosten (r_{FK}) und desto höher ist folglich der Marktwert des Eigenkapitals.

In diesem Zusammenhang ist auf folgenden missverständlichen Verweis von *Behling* hinzuweisen. Unter Verweis auf die Empfehlung Debt Beta in seiner Fn. 24 führt er wie folgt aus²⁸: „Zutreffend wird der Debt Betafaktor als Differenz zwischen dem jeweiligen FK-Zinssatz laut Cashflow-Planung und dem Basiszinssatz, bezogen auf die Marktrisikoprämie MRP errechnet (sog. indirekte Methode)“. Dies entspricht jedoch *nicht* der Empfehlung Debt Beta. Nach dieser ist das Debt Beta gerade *nicht* aus dem Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen lt. Cashflow-Planung, sondern anhand der Fremdkapitalkosten lt. CAPM abzuleiten. *Behling* bringt mit diesem Satz offensichtlich seine persönliche Meinung zum Ausdruck, dass der Credit Spread [$E(i_{FK}) - i_r$] zur Gänze immer auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen sein soll (d.h. $a_{sys} = 100\%$) – der Verweis auf die Empfehlung Debt Beta ist insoweit aber unzutreffend. Diese von *Behling* vertretene Auffassung weicht jedoch nicht nur von der Empfehlung Debt Beta, sondern auch vom IDW Praxishinweis 2/2018 ab, der die Berücksichtigung eines Debt Beta als Möglichkeit vorsieht, aber keinesfalls generell verlangt.²⁹ Da das IDW offensichtlich weiterhin Bewertungen ohne Debt Beta als vertretbar erachtet, geht es dabei – wie auch von *Behling* zutreffend aufgezeigt – implizit davon aus, dass der Credit Spread [$E(i_{FK}) - i_r$] zur Gänze auf nicht-systematische Komponenten zurückzuführen ist ($a_{sys} = 0\%$). Als Folge dieser Annahme kommt es zwangsläufig zu einer Differenzierung zwischen erwarteten Fremdkapitalzinsen, wie sie in der Planungsrechnung anzusetzen sind, und Fremdkapitalkosten lt. CAPM zur Debt Beta Ermittlung. Auch wenn dies nicht explizit ausgeführt wird, finden sich im IDW Praxishinweis 2/2018 Hinweise, dass die Fremdkapitalkosten zur Debt Beta Ermittlung anhand des CAPM zu definieren sind.³⁰ Nach Ansicht von *Haesner/Jonas* hat der IDW Praxishinweis 2/2018 die Frage des systematischen Anteils am Credit Spread und somit der Definition der Fremdkapitalkosten lt. CAPM

22 Vgl. dazu grundlegend Perridon/Steiner/Rathgeber, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl. 2017, S. 290.

23 Vgl. Volkart/Vettiger/Forrer, in Seicht (Hrsg.), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen, 2013, S. 117; Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V., BWP 2011 S. 19; Enzinger, RWZ 2019/19 S. 92. Hinsichtlich der Komponenten des Credit Spread zustimmend Haesner/Jonas, WpG 2020 S. 161.

24 Vgl. dazu u.a. Elton/Gruber/Agrawal/Mann, The Journal of Finance 2001 S. 252; Almeida/Philippon, The Journal of Finance 2007 S. 2557; Pape/Schlecker, Analyse von Credit Spreads in Abhängigkeit des risikofreien Referenzzinssatzes (ESCP Europe Working Paper), 2010; Kronos/Cremers, Eine Analyse des Credit Spreads und seiner Komponenten als Grundlage für Hedge Strategien mit Kreditderivaten, Frankfurt School-Working Paper Series 2012; Odermann/Cremers, Komponenten und Determinanten des Credit Spreads: Empirische Untersuchung während Phasen von Marktstress, Frankfurt School-Working Paper Series 2013.

25 Vgl. dazu u.a. Meitner/Streitferdt, Unternehmensbewertung, 2011, S. 18; Lütteschümer, a.a.O. (Fn. 16), S. 132; Damodaran, Applied Corporate Finance, 4. Aufl. 2015, S. 354.

26 Vgl. Lütteschümer, a.a.O. (Fn. 16), S. 127; Zwirner/Zimny, DB 2019 S. 78.

27 Vgl. KFS/BW 1 E 3 (Empfehlung Debt Beta), Rz. 12.

28 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 72.

29 Vgl. Zwirner/Zimny, DB 2019 S. 81.

30 Vgl. z.B. Anlage zum IDW Praxishinweis 2/2018, IDW Life 2018 S. 975, wo ausgeführt wird, dass das Debt Beta auf Basis einer Risikoprämie zu ermitteln ist, die „in der Literatur häufig dem systematischen Risiko der Fremdkapitalgeber gleichgesetzt“ wird.

jedoch bewusst offen gelassen.³¹ Es bleibt abzuwarten, ob bzw. wie sich das IDW dazu in weiterer Folge äußern wird. Die Aussage von *Behling*, dass „*der FK-Zinssatz laut Cashflow-Planung gem. IDW Praxishinweis 2/2018 immer mit dem FK-Zinssatz laut Debt Beta-Berechnung*“ korrespondiert³², ist daher nicht uneingeschränkt zutreffend.

V. Wertabschlag Credit Spread (WACS)

Anders als von *Behling* dargestellt, ist der WACS nicht das zentrale Element der Empfehlung Debt Beta. Die Zielsetzung der Empfehlung Debt Beta besteht vielmehr darin, Überbewertungen durch eine unplausible Ermittlung des Debt Beta zu vermeiden. Die zentrale Aussage der Empfehlung Debt Beta ist, dass für eine CAPM-konforme Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei der Ermittlung des Debt Beta nur der Anteil der systematischen Risiken am Credit Spread (a_{sys}) herangezogen werden darf.³³

Wie im Folgenden gezeigt wird, ergibt sich der *Wertabschlag für nicht durch das CAPM erklärbar Komponenten im Credit Spread (Wertabschlag Credit Spread, WACS)*³⁴ beim APV-Verfahren als bloße mathematische Folge der Differenzierung zwischen erwarteten Fremdkapitalzinsen $[E(i_{FK})]$ und Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}). Die allgemein bekannte „Textbook“ APV-Formel³⁵ führt nur dann zu mit den anderen DCF-Verfahren konsistenten Bewertungsergebnissen, wenn die erwarteten Fremdkapitalzinsen $[E(i_{FK})]$ mit den Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}) übereinstimmen und somit der Credit Spread $[E(i_{FK}) - i_r]$ zur Gänze auf systematische Risiken zurückzuführen ist (d.h. $a_{sys} = 100\%$). Ist dies nicht der Fall (d.h. $a_{sys} < 100\%$), führt die „Textbook“ APV-Formel aus folgendem Grund zu Überbewertungen: Die erwarteten Auszahlungen für nicht-systematische Komponenten des Credit Spread (z.B. Vergütungen für die Übernahme von unsystematische Risiken, sonstige Kosten und Gewinnzuschläge) kürzen weder den unter der Fiktion einer vollständigen Eigenfinanzierung definierten Free Cashflow (FCF), noch sind sie in der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen (r_{EKu}) enthalten. Kommt die „Textbook“ APV-Formel zur Anwendung, bleiben diese erwarteten Auszahlungen im Bewertungskalkül unberücksichtigt, was zu Überbewertungen führt.

Die adaptierte APV-Formel in der Rentenphase unter Berücksichtigung des WACS lässt sich wie folgt darstellen³⁶:

$$GK = \frac{FCF}{\frac{r_{EKu} - g}{EV_U}} - \frac{FK \times [E(i_{FK}) - r_{FK}] \times (1 - s)}{\frac{r_{EKu} - g}{WACS}} + \frac{FK \times r_{FK} \times s}{\frac{r_{TS} - g}{WBTS}} \quad (4)$$

Anhand dieser Formel wird offensichtlich, dass der WACS nur existiert, wenn $E(i_{FK}) \neq r_{FK}$. Der WACS führt in diesem Fall dazu, dass erwartete Auszahlungen für nicht-systematische Komponenten des Credit Spread im Bewertungskalkül berücksichtigt werden. Wenn sich $E(i_{FK})$ und r_{FK} entsprechen (d.h. wenn $a_{sys} = 100\%$), dann gibt es keinen WACS. Der WACS ist daher eine mathematische Folge der Annahmen zu a_{sys} bei der Berechnung des Debt Beta. Die Frage ist somit nicht, ob der WACS existiert oder nicht, sondern vielmehr, ob der Credit Spread $[E(i_{FK}) - i_r]$ zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d.

31 Haesner/Jonas, WPg 2020 S. 161.

32 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 74.

33 Vgl. KFS/BW 1 E 3 (Empfehlung Debt Beta), Rz. 10; Enzinger/Mandl, RWZ 2015/46 S. 168.

34 Dieser Begriff wurde erstmals von Enzinger/Pellet/Leitner, RWZ 2014/49 S. 211, verwendet.

35 Vgl. Mandl/Rabel, Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019, S. 77.

36 Vgl. Enzinger/Pellet/Leitner, BWP 2014 S. 117.

CAPM zurückzuführen ist (d.h. $a_{sys} = 100\%$) oder nicht (d.h. $a_{sys} < 100\%$).

Folgender Aussage von *Behling* ist daher uneingeschränkt zuzustimmen³⁷:

„Allerdings muss angemerkt werden, dass Bewerter, die beim Un- und Relevanz auf einen Debt Betafaktor gänzlich verzichten ($\beta_d = 0$), implizit einen WACS auf Basis des gesamten Credit-Spreads als Differenz zwischen den erwarteten FK-Kosten (...) und dem risikolosen Zinssatz (...) berücksichtigen.“

Wendet man in diesen Fällen ($\beta_{FK} = 0$) neben dem Equity- und WACC-Ansatz auch das APV-Verfahren an, erkennt man, dass die „Textbook“ APV-Formel zu überhöhten Werten führt und eine Korrektur notwendig ist.

Wie gezeigt, ist der WACS kein – wie *Behling* es nennt³⁸ – „*Gegengewicht zu den Tax Shields*“, sondern stellt bloß sicher, dass bei Anwendung des APV-Verfahrens alle erwartungsgemäß anfallenden Auszahlungen im Bewertungskalkül berücksichtigt werden.

VI. Bewertung des Fremdkapitals

Nach *Behling* soll es bei Anwendung der Empfehlung Debt Beta zu einer Überbewertung des Fremdkapitals kommen, „*weil zusätzlich zum Marktwert des FK [...] ein sog. Wertabschlag Credit Spread (WACS) vom Unternehmenswert abgezogen wird*“.³⁹ Gleichzeitig zeigt er aber selbst, dass eine „*Skalierung*“ der Fremdkapitalzinsen nicht zu unterschiedlichen Marktwerten des Fremdkapitals führt. Anhand der von *Behling* selbst dargestellten Grundlagen lässt sich zeigen, dass eine Bewertung im Einklang mit der Empfehlung Debt Beta den Marktwert des Fremdkapitals nicht verändert.⁴⁰

Behling führt zutreffend aus, dass der Marktwert des Fremdkapitals unabhängig von der „*Skalierung der FK-Kosten laut Cashflow-Planung*“ ist, sofern die in der Cashflow-Planung angesetzten Fremdkapitalzinsen (Flow to Debt) mit einem risikoadäquaten Diskontierungszinssatz abgezinst werden.⁴¹ Werden als Flow to Debt in der Cashflow-Planung die Erwartungswerte der Fremdkapitalzinsen angesetzt, die auch den Erwartungswert des von *Behling* sog. „*nicht CAPM konformen Schmutzanteils*“⁴² (Vergütung für unsystematische Risiken, sonstige Kosten und Gewinnanteil) beinhalten, erfolgt die Diskontierung mit $E(i_{FK})$, um den Marktwert des Fremdkapitals zu erhalten. Unter den hier getroffenen Annahmen entspricht $E(i_{FK})$ der erwarteten Rendite (expected yield) des Fremdkapitals. Soll die Abzinsung hingegen mit den Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}) erfolgen, müssen – um der (Risiko- und Kosten-) Äquivalenz zu entsprechen – auch die zu diskontierenden Zinsen nach CAPM definiert werden, sodass der Flow to Debt konsequenterweise auch nur den risikolosen Zins zzgl. einer Vergütung für die Übernahme systematischer Risiken beinhalten kann. Ein „*nicht CAPM konformer Schmutzanteil*“, der als Erwartungswert anfällt, ist jedoch weiterhin bei der Ermittlung des Erwartungswerts des Flow to Equity zu berücksichtigen. Es handelt sich dabei jedoch nicht um einen – wie *Behling* es darstellt – zusätzlichen Flow to Debt.

37 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 72.

38 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 74.

39 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 71.

40 Im Folgenden wird von Änderungen des Marktzinses und der Bonität des Schuldners, die zu einem Auseinanderfallen von Nominal- und Marktwert des Fremdkapitals führen können, abstrahiert.

41 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 69 f.

42 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 72.

Dies wird offensichtlich, wenn man $a_{\text{sys}} = 0\%$ unterstellt: In diesem Fall entsprechen die Fremdkapitalkosten lt. CAPM (r_{FK}) dem risikolosen Zinssatz (i_r) und die Bewertung des Fremdkapitals entspricht der Sicherheitsäquivalenzmethode. *Behling* zeigt selbst, dass es bei Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode zu keinem abweichenden Marktwert des Fremdkapitals kommt. Die Differenz zwischen dem Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen und dem entsprechenden Sicherheitsäquivalent [$\text{FK} \cdot (E(i_{\text{FK}}) - i_r)$] ist bei Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode auch kein – wie *Behling* es nennt – „zusätzlicher“ Flow to Debt, der zu einer Erhöhung des Marktwerts des Fremdkapitals führt, sondern bloß eine Anpassung des Flow to Debt an das äquivalente Risikoniveau des Diskontierungssatzes. Dieses Prinzip kann auch anhand der folgenden einfachen Umformung veranschaulicht werden:

$$\begin{aligned} \text{FK} &= \frac{\text{FK} \times E(i_{\text{FK}})}{E(i_{\text{FK}})} = \frac{\text{FK} \times E(i_{\text{FK}})}{r_{\text{FK}} + [E(i_{\text{FK}}) - r_{\text{FK}}]} \\ &= \frac{\text{FK} \times E(i_{\text{FK}}) - \text{FK} \times [E(i_{\text{FK}}) - r_{\text{FK}}]}{r_{\text{FK}}} = \frac{\text{FK} \times r_{\text{FK}}}{r_{\text{FK}}} \quad (5) \end{aligned}$$

Dass beide Vorgehensweisen (Diskontierung des entsprechenden Flow to Debt mit $E(i_{\text{FK}})$ oder r_{FK}) zu identen Bewertungsergebnissen führen, ist offensichtlich. Da unterschiedliche Annahmen zu a_{sys} weder die erwarteten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber noch die geforderte Rendite (expected yield) des Fremdkapitals verändern, kann es dadurch c.p. auch zu keiner Änderung des Marktwerts des Fremdkapitals kommen. Auch aus der Formel (4) oben ist ersichtlich, dass der WACS nichts mit der Bewertung des Fremdkapitals zu tun hat, sondern bei Anwendung des APV-Verfahrens ein Korrekturposten zum Marktwert des Gesamtkapitals ist. Den WACS zum Marktwert des Fremdkapitals zu addieren und zu vertreten, dass dadurch die Bewertung des Fremdkapitals verändert werde, ist daher unzutreffend. Die von *Behling* kritisierte Überbewertung des Fremdkapitals liegt somit nicht vor. Da bei korrekter Anwendung der Empfehlung Debt Beta auch kein „zu niedrig bewertetes Unternehmen“ vorliegt, kann es auch keine – wie von *Behling* ausgeführt⁴³ – Arbitragegelegenheit geben.

VII. Operative Ratingeffekte

Nach *Behling* ignoriere die Empfehlung Debt Beta operative Ratingeffekte.⁴⁴ Auch wenn sich die Empfehlung Debt Beta mit dieser Frage nicht auseinander setzt, lässt sich zeigen, dass dies im Lichte des österreichischen Fachgutachten KFS/BW 1, das in Rz. 67 ausdrücklich die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken⁴⁵ vorsieht, unzutreffend ist. Es ist *Behling* zuzustimmen, dass die Empfehlung Debt Beta sprachlich nicht zwischen vertraglichen und erwarteten Fremdkapitalzinsen differenziert. Da das Fachgutachten KFS/BW 1 generell fordert, dass die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse Erwartungswerten entsprechen sollen, und dies somit auch für die Fremdkapitalzinsen gilt, geht die Empfehlung Debt Beta offensichtlich vereinfachend von nicht bewertungsrelevanten Insolvenzrisiken aus, sodass die vertraglich vereinbarten Fremdkapitalzinsen den Erwartungswerten der Fremdkapitalzinsen entsprechen.⁴⁶

43 Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 74.

44 Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 72 und S. 74.

45 Vgl. KFS/BW 1 E 6 (Empfehlung Insolvenzrisiko).

46 Vgl. *Enzinger*, RWZ 2019/19 S. 92 f.

Unschlüssig ist jedoch die von *Behling* geforderte gesonderte Berücksichtigung von „operativen Ratingeffekten“. Wenn die bewertungsrelevanten Cashflows aus einer mehrwertigen Planung unter Berücksichtigung von Insolvenzkosten zutreffend als Erwartungswerte abgeleitet werden, besteht keine Notwendigkeit, darüber hinaus noch zusätzlich „operative Ratingeffekte“ zu berücksichtigen – dies würde vielmehr zu einer Doppelberücksichtigung und Fehlbewertung führen. Seine Ausführung, dass die Empfehlung Debt Beta operative Ratingeffekte ignoriere, ist daher unzutreffend, da die bewertungsrelevanten Cashflows nach KFS/BW 1 jedenfalls Erwartungswerte darstellen müssen.

VIII. Unlevern und Relevern

Nach *Behling* halten sich die „*Protagonisten der Empfehlung Debt Beta*“ selbst nicht an ihre Vorgehensweise.⁴⁷ Er begründet dies mit einer angeblich inkonsistenten Vorgehensweise beim Unlevern und Relevern. Da die Prinzipien der Empfehlung Debt Beta sowohl beim Unlevern als auch beim Relevern zur Anwendung kommen müssen, lässt sich zeigen, dass die Aussage von *Behling* unzutreffend ist.

Unter Verweis auf sein Beispiel in Tab. 4, Spalte (2) im Vergleich zu Spalte (1) führt *Behling* aus, dass sich sowohl bei Berechnung des Debt Beta anhand des Erwartungswerts der Fremdkapitalzinsen („*FK-Zinssätze lt. Cashflow-Planung*“) als auch anhand der FK-Kosten lt. CAPM ein identischer Marktwert des Gesamtkapitals ergeben soll.⁴⁸ Seiner Meinung nach soll sich daher die Höhe des Debt Beta weder auf den Marktwert des Gesamtkapitals noch des Eigenkapitals auswirken.⁴⁹ Dies ist unzutreffend, da – wie oben in Abschn. III. und IV. gezeigt – die Annahmen zum Debt Beta den Unternehmenswert sehr wohl beeinflussen. Wie kommt nun *Behling* in seinem Beispiel in Tab. 4 in den Spalten (1) und (2) zu identischen Marktwerten des Gesamtkapitals? Er verändert das unverschuldete Equity Beta (β_u): In Spalte (1) rechnet *Behling* mit $\beta_u = 0,7$ und mit $\beta_{\text{FK}} = 0,23$, in Spalte (2) mit $\beta_u = 0,58$ und mit $\beta_{\text{FK}} = 0,07$. Die Anpassung von β_u erfolgt unzutreffenderweise genau in jener Höhe, um die Abweichung des Debt Beta auszugleichen. Die Berechnungen von *Behling* basieren nämlich auf einem grundlegenden Missverständnis: Seiner Meinung nach entspricht der WACC^{TCF} stets der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber des unverschuldeten Unternehmens (r_{EKu} bzw. K_u).⁵⁰ Dies ist jedoch nur der Fall wenn $E(i_{\text{FK}}) = r_{\text{FK}}$ (d.h. wenn $a_{\text{sys}} = 100\%$). Wenn $E(i_{\text{FK}}) \neq r_{\text{FK}}$ gilt⁵¹:

$$\text{WACC}^{\text{TCF}} = \underbrace{r_{\text{EKu}} \times \frac{\text{EK}}{\text{GK}}}_{r_{\text{EKu}}} + r_{\text{FK}} \times \frac{\text{FK}}{\text{GK}} + [E(i_{\text{FK}}) - r_{\text{FK}}] \times \frac{\text{FK}}{\text{GK}} \quad (6)$$

Die Schlussfolgerung von *Behling*, dass „*ein niedrigerer TCF (55,1 statt 63,5) mit einem niedrigeren K_u bzw. WACC_{TCF}* “

47 Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 71.

48 Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 71.

49 Auch in seinem Beispiel in Tab. 2 erweckt *Behling* den Eindruck, dass die Höhe der Fremdkapitalzinsen lt. Cashflow-Planung auf das Bewertungsergebnis keinen Einfluss habe, da das Debt Beta unter der Prämisse $a_{\text{sys}} = 100\%$ bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten diese Unterschiede wieder ausgleiche. Dies ist jedoch nur in einer Welt ohne Steuern oder – wie im Beispiel in Tab. 2 von *Behling* – bei einem Barwert der Tax Shields zutreffend, der losgelöst von der Höhe der Tax Shields und dessen Diskontierungssatz als konstant angenommen wird. Wird hingegen der Barwert der Tax Shields anhand der Fremdkapitalzinsen lt. Cashflow-Planung und eines risikoadäquaten Diskontierungssatzes ermittelt, hat die Höhe der in der Cashflow-Planung angesetzten Fremdkapitalzinsen sehr wohl Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis. Gleiches gilt für die Annahmen zum Debt Beta.

50 Vgl. *Behling*, BWP 2020 S. 71.

51 Vgl. *Enzinger*, APV-Verfahren und Debt Beta, Folie 22, Vortrag bei der 13. Jahreskonferenz der EACVA, 05.12.2019.

(5,25% statt 6,05%) diskontiert“ wird und dass dies zu einem identischen Gesamtunternehmenswert führe, der sich lediglich anders aufteile, ist Folge dieses Missverständnisses und unzutreffend. Bei richtiger Berechnung bleibt r_{EKu} bzw. Ku vielmehr unverändert.

Behling begründet die Anpassung des unlevered Equity Beta β_u auch mit der Vorgehensweise beim Unlevern auf Basis der Peergroup. Seinen Ausführungen zufolge ist „Tab. 4, Spalte (2) als Beispiel für das Unlevern auf Basis der Peergroup zu betrachten.“⁵² Es ist zutreffend, dass beim Unlevern und Relevern konsistent vorzugehen ist, d.h. sowohl beim Unlevern als auch beim Relevern ist zu prüfen, wie hoch der systematische Anteil des Credit Spread a_{sys} ist, und ist das Debt Beta entsprechend festzulegen. Es heißt jedoch nicht, dass a_{sys} beim Unlevern aus der Peergroup gleich hoch sein muss, wie a_{sys} beim Relevern für das konkret zu bewertende Unternehmen. Setzt sich die Peergroup z.B. aus großen Unternehmen zusammen, die sich durch großvolumige, unbesicherte und handelbare Anleihen finanzieren, kann im Rahmen des Unlevern näherungsweise ein a_{sys} i.H.v. 100% gerechtfertigt sein. Soll das daraus abgeleitete unlevered Equity Beta β_u bei der Bewertung eines KMU Anwendung finden, ist anhand der konkreten Finanzierungssituation des Bewertungsobjekts a_{sys} zu schätzen. Ist das KMU z.B. durch „klassische“ Bankkredite⁵³ i.S.d. Empfehlung Debt Beta finanziert, kann es angemessen sein, von $a_{sys} = 0\%$ auszugehen. D.h., die Vorgehensweise lt. Empfehlung Debt Beta ist sowohl beim Unlevern als auch beim Relevern anzuwenden, die Ausprägung von a_{sys} kann jedoch – abhängig von der jeweiligen Finanzierungssituation der betrachteten Unternehmen – abweichen.

Überträgt man diese Gedanken auf das Beispiel von *Behling* in Tab. 4, bedeutet dies Folgendes: Offensichtlich geht er in Spalte (1) davon aus, dass $a_{sys} = 100\%$. Wenn Spalte (1) ein Peergroup Unternehmen darstellt, für das diese Prämisse angemessen ist, dann lässt sich durch das Unlevern ein β_u von 0,7 ableiten, das wiederum Grundlage für das Relevern sein kann. In Spalte (2) geht er von $a_{sys} = 30\%$ aus. Es muss sich zweifellos um ein anderes Peergroup Unternehmen handeln, da die Finanzierungssituation dieses Unternehmens und folglich auch a_{sys} anders ist. Das gleiche Unternehmen kann im IST nicht gleichzeitig unterschiedliche Finanzierungsprämisse und unterschiedliche Werte für a_{sys} haben. Wenn man davon ausgeht, dass das Unternehmen in Spalte (2) ein relevantes Peergroup Unternehmen ist, so lässt sich ein β_u von 0,58 ableiten. Als Bewerter muss man sich nun entscheiden, ob das Unternehmen in Spalte (1) oder das Unternehmen in Spalte (2) repräsentativ für das konkrete Bewertungsobjekt ist. Dementsprechend wird man entweder ein β_u von 0,7 oder von 0,58 als Grundlage für das Relevern heranziehen.

Vor diesem Hintergrund wird klar, dass die Aussage, die Protagonisten der Empfehlung Debt Beta würden sich nicht an ihre Vorgehensweise halten, unberechtigt ist. Bei den zitierten Berechnungen⁵⁴ wird davon ausgegangen, dass – wie soeben erläutert – ein zutreffendes β_u abgeleitet wurde. Dieses definierte β_u wird dann im Zuge des Relevern auf unterschiedliche Bewertungsobjekte mit unterschiedlichen Annahmen zu a_{sys} angewendet, um aufzuzeigen, wie sich unterschiedliche Annahmen von a_{sys} c.p. auf das Bewertungsergebnis auswirken. D.h., a_{sys} wird bloß beim Relevern für unterschiedliche Finan-

zierungsannahmen variiert. Das ändert jedoch nichts an dem durch ein konsistentes Unlevern abgeleitetes β_u , das trotz unterschiedlicher Annahmen zu a_{sys} beim Relevern konstant bleibt.

IX. Fazit

Die von *Behling* in BWP 2020 S. 69 ff. geäußerten Kritikpunkte an der österreichischen Empfehlung Debt Beta sind bei richtigem Verständnis und korrekter Anwendung unberechtigt. Seine Aussage, dass die „Empfehlung Debt Beta regelmäßig zu unplausiblen Ergebnissen“ führe⁵⁵, für die er eine schlüssige Erläuterung und Begründung schuldig bleibt, ist eine Folge der aufgezeigten Missverständnisse über die Empfehlung Debt Beta. Insb. seine Kritik am Wertabschlag Credit Spread (WACS) geht ins Leere. Da sich der WACS als mathematische Folge der Annahmen zum Anteil des systematischen Risikos am Credit Spread (a_{sys}) bei der Berechnung des Debt Beta ergibt, ist es müßig, diesen Korrekturterm beim APV-Verfahren als solchen zu kritisieren bzw. zu hinterfragen. Vielmehr ist es notwendig, sich mit der Prämisse zu a_{sys} auseinander zu setzen. Die Frage ist somit nicht, ob der WACS existiert oder nicht, sondern vielmehr, ob der Credit Spread aus Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen und risikolosem Basiszins $[E(i_{FK}) - i_r]$ zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen ist (d.h. $a_{sys} = 100\%$) oder nicht (d.h. $a_{sys} < 100\%$). *Behling* vertritt hier – ohne schlüssige Begründung – offensichtlich die Auffassung, dass der Credit Spread $[E(i_{FK}) - i_r]$ stets zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen sein muss (d.h. $a_{sys} = 100\%$). Er widerspricht damit empirischen Studien und Teilen der Bewertungsliteratur, aus denen abgeleitet werden kann, dass der Credit Spread auch nicht-systematische Komponenten beinhalten kann.

Erfreulich ist, dass *Behling* dem – wie er es nennt – „WACS Konzept“ einen „bedenkenswerten konzeptionellen Überbau“ attestiert.⁵⁶ Da sich die österreichische Empfehlung Debt Beta explizit mit der Frage des systematischen Anteils am Credit Spread auseinandersetzt, hat sie zu einer Weiterentwicklung und Verfeinerung des Debt Beta Konzeptes beigetragen. Nur wenn die (partielle) Übernahme von systematischen Risiken durch die Fremdkapitalgeber plausibel erscheint, ist der Ansatz eines Debt Beta von ungleich Null gerechtfertigt. Dies ist nach der Empfehlung Debt Beta je nach Form und Ausgestaltung des Fremdkapitals im Einzelfall zu beurteilen. Durch diese differenzierte Vorgehensweise bei der Ableitung des Debt Beta wird eine Überschätzung des Debt Beta, folglich eine Unterschätzung der Eigenkapitalkosten und als Konsequenz das Risiko einer Überbewertung vermieden.

55 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 72.

56 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 74.

52 Vgl. Behling, BWP 2020 S. 71.

53 Vgl. KFS/BW 1 E 3 (Empfehlung Debt Beta), Rz. 24.

54 Enzinger/Mandl, RWZ 2015/46 S. 171 ff.; Enzinger, RWZ 2019/19 S. 94 f.

WP/StB FH-Hon.Prof. MMag. Alexander Enzinger, CVA, ist Senior Partner bei der Rabel & Partner GmbH sowie Mitglied des Fachsenats für Betriebswirtschaft der österreichischen Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Er lehrt an der Universität Graz und an der Fachhochschule CAMPUS 02 in Graz.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

