

BEWERTUNGS PRAKTIKER

www.cf-fachportal.de

>> Fachinformationen zu Bewertungsfragen

Matthias Meitner / Cyril Prengel

WACS on, WACS off – Eine bewertungskonzeptionelle Einordnung des Wertabschlag-Credit-Spread-Ansatzes

110

Der insb. in Österreich populäre Wertabschlag-Credit-Spread-(WACS-)Ansatz befasst sich mit der Bewertung von Unternehmen, deren erwartete Zinszahlungs- bzw. Kuponrendite auf Fremdkapital nicht mit den Fremdkapitalkosten übereinstimmt. Die Herangehensweise und das Bewertungsergebnis im WACS-Ansatz unterscheiden sich von der herkömmlichen Unternehmensbewertungstheorie und -praxis. Ursächlich für diesen Unterschied ist eine fehlerhafte Risikozumessung für Teile der Zinszahlungen und damit eine inkorrekte Bewertung der Fremdkapitalposition im WACS-Ansatz. Dies führt zu systematischen Überschätzungen des Eigenkapitalwerts und zusätzlich zu Folgefehlern in anderen Bereichen der Bewertung (Beta-Unlevering).

Alexander Enzinger / Martin Leitner / Markus Pellet

Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) – Eine Klarstellung

121

Die von Meitner/Prengel in BWP 2024 S. 110 ff. aufgeworfenen Kritikpunkte in Bezug auf den Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) werden in dieser Replik ausführlich gewürdigt. Es zeigt sich, dass die Aussagen und Schlussfolgerungen von Meitner/Prengel zum Teil auf grundlegenden Missverständnissen und zum Teil auf unterschiedlichen Prämissen beruhen. Bei richtigem Verständnis und gleicher Prämissensetzung erweisen sich die von Meitner/Prengel genannten Kritikpunkte als unberechtigt. Die Berücksichtigung des WACS im Rahmen des erweiterten APV-Verfahrens führt bei richtiger Anwendung vielmehr zu konsistenten Bewertungsergebnissen im Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis.

Heike Snellen / Andreas Tschöpel

Kapitalkostenstudie 2024: The New Dilemma: Balancing Interest Rates and Growth

129

Vor Kurzem wurde die 19. Auflage der Kapitalkostenstudie von KPMG veröffentlicht. Wie in den Vorjahren beleuchtet die Studie aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung von Planungsrechnungen und der Ableitung von Kapitalkosten sowie deren Bedeutung für Unternehmenswerte und Unternehmensentwicklungen.

RECHTSPRECHUNG: Grundsätzliche und praxisrelevante Hinweise zur Eignung des Börsenkurses zur Schätzung des angemessenen Ausgleichs (Teil 2: angemessener Ausgleich) 133 • **BETAFAKTOREN** 136 • **TRANSAKTIONSMULTIPLIKATOREN** 139 • **AUS DER EACVA** 142 • **PERSÖNLICH** 144

Kooperationspartner

**CORPORATE
FINANCE**



Hauptsponsor



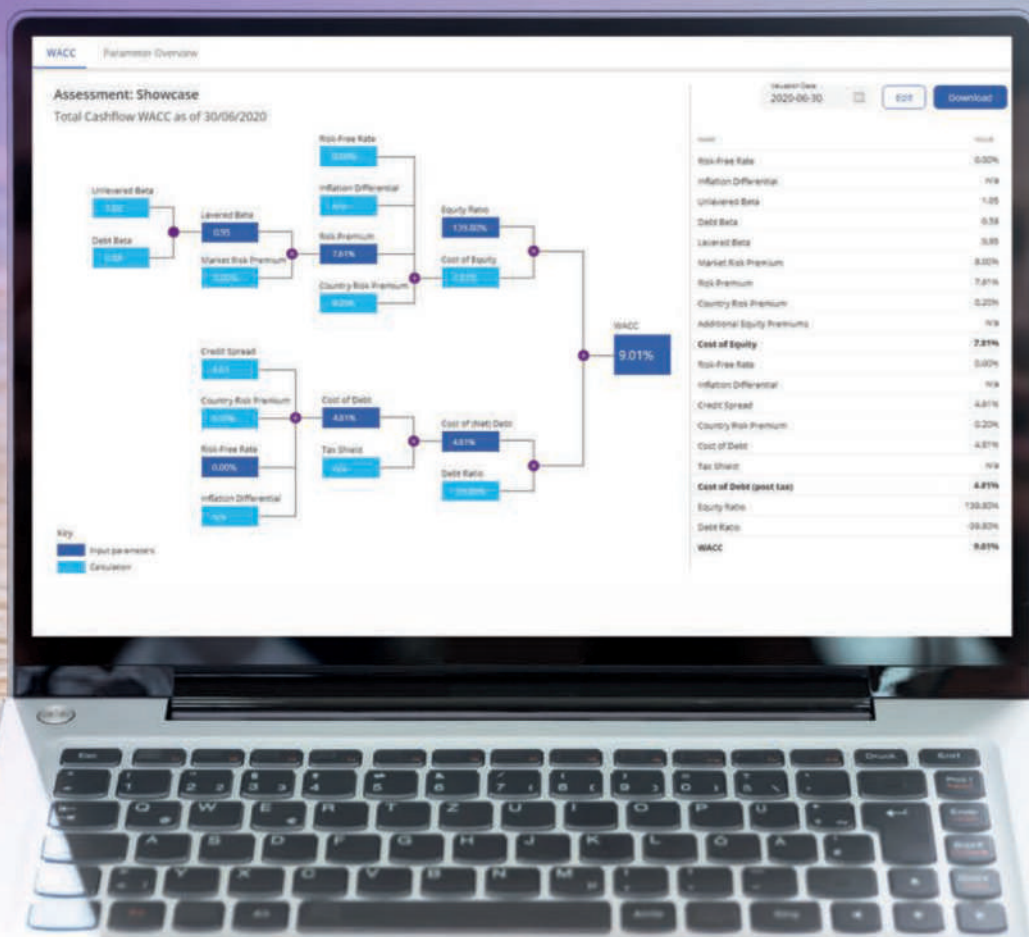
Kapitalkosten in Echtzeit

Die Recherche und Datenaufbereitung für die Ableitung von Kapitalkosten muss kein umständlicher Prozess sein. KPMG Valuation Data Source berechnet den WACC auf Knopfdruck. Das Tool fasst alle wichtigen Kapitalkostenparameter zusammen, inklusive Länderrisikoprämien sowie Peer-Groupspezifischer Betafaktoren und Credit Spreads – monatlich aktualisiert in einem interaktiven Dashboard.

Mehr Informationen und Zugangsdaten zur kostenlosen Testversion:



kpmg.de/valuation-data-source



Aus Fehlern wird man klug

In der letzten Ausgabe haben wir begonnen, aus den Beurteilungen der CVA-Fallstudien der letzten 19 Jahre in Deutschland, Österreich sowie in anderen europäischen Ländern zu berichten und Ihnen Fehlerquellen grundsätzlicher Art aufzuzeigen. Aus Fehlern lernt man bekanntlich am meisten – vorausgesetzt, man weiß danach, wie man es richtig macht, oder die Fehler wurden von anderen begangen, sodass man sie selbst vermeiden kann.

Insb. im europäischen Ausland, aber auch bei Bewertungen im Rahmen von Kaufpreiallokationen bzw. Wertminderungstests nach IFRS, ist die Anwendung der DCF-WACC-Methode beliebt und gebräuchlich. Diese Rechentechnik spielt ihre Vorteile insb. dann aus, wenn eine konstante Kapitalstruktur in Marktwerten angenommen wird.

Weicht diese Annahme einer konstanten Fremd- und Eigenkapitalquote in Marktwerten von der tatsächlichen Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag ab, bedeutet dies, dass das Bewertungsobjekt eine Sekunde nach dem Bewertungsstichtag die bei der Herleitung des WACC angenommene Fremdkapitalquote durch Aufnahme oder Tilgung von Fremdkapital auch tatsächlich herstellt. Diese Anpassung der tatsächlichen Kapitalstruktur muss plausibel und umsetzbar sein. Eine Prüfung, ob dies der Fall ist, findet jedoch u.E. nur selten statt. Der österreichische Bewertungsstandard KFS/BW I spricht diese Plausibilitätsüberlegung in Rz. 42 explizit an. Gerade im europäischen Ausland scheint dies jedoch häufig nicht zu erfolgen.

Darüber hinaus wird die Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur teilweise nur auf die Kapitalstrukturgewichte im WACC beschränkt. Wird bspw. eine Fremdkapitalquote von 20% in Marktwerten für den WACC angenommen, so entspricht dies einem Marktwert-Verschuldungsgrad von 25%. Diese 25% müssten nun konsequenterweise bei der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors, der zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten als Bestandteil des WACC erforderlich ist, berücksichtigt werden. Dieser logische Zusammenhang, dass es nur eine einheitlich geplante Kapitalstrukturprämisse geben kann, wird nicht selten übersehen bzw. verletzt.

In die gleiche Richtung geht der folgende Fehler, der bei der Abbildung periodenspezifisch variierender Kapitalstrukturen im Planungszeitraum auftritt: Es wird eine sich ändernde Kapitalstruktur bei den Kapitalgewichten im WACC verwendet, die iterativ ermittelt oder per Annahme gesetzt wird. Im gleichen Zeitraum werden jedoch die verschuldeten Eigenkapitalkosten als konstant angenommen. Dies ist inkonsistent und fehlerhaft.

Auch in dieser Ausgabe geht es um die Anwendung von DCF-Rechentechniken, insb. um die Frage der Fremdkapitalkosten, deren Rückwirkung auf die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber (Fremdkapital-Beta) und die Marktwertbewertung des Fremdkapitals. Wir freuen uns auf Ihre Anregungen und Anmerkungen an redaktion@bewertungspraktiker.de und wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen.

Andreas Creutzmann (Vorstandsvorsitzender EACVA) und
Wolfgang Kniest (Geschäftsführer EACVA)

FACHBEIRAT:

*WP StB Dr. Alexander Brunner, CVA, • WP StB Andreas Creutzmann, CVA
Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest, CVA • Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, CVA
Dr. Andreas Tschöpel, CVA, CEFA, CIIA*

Dieses Produkt erscheint in Kooperation mit

**CORPORATE
FINANCE**



HAUPTSPONSOR



www.kpmg.de

Ist Ihr Unternehmen reif für die Börse?

So gestalten Sie den IPO-Prozess erfolgreich



PDF

IPO- und Kapitalmarktreife

Praxisleitfaden – Von der strategischen Evaluierung bis zur Umsetzung

Seiler/Ghassemi-Tabar/Rath/Rattka (Hrsg.)

ISBN 978-3-947711-98-7

276 Seiten, 39,90 € inkl. MwSt.

Aus dem Inhalt:

- Bin ich reif für die Börse?
- Vorbereitung der Finanzfunktion auf ein IPO
- Governance, Risk & Compliance
- Rechtliche und steuerliche Anforderungen im Rahmen eines Börsengangs
- Der Börsengang aus Sicht der Deutsche Börse AG



Jetzt bestellen:
www.fachmedien.de/ipo-buch

Alexander Enzinger / Martin Leitner / Markus Pellet

Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) – Eine Klarstellung

– Replik auf Meitner/Prenzel, BWP 2024 S. 110-120 –

Die von *Meitner/Prenzel* in BWP 2024 S. 110 ff. aufgeworfenen Kritikpunkte in Bezug auf den Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) werden in dieser Replik ausführlich gewürdigt. Es zeigt sich, dass die Aussagen und Schlussfolgerungen von *Meitner/Prenzel* zum Teil auf grundlegenden Missverständnissen und zum Teil auf unterschiedlichen Prämissen beruhen. Bei richtigem Verständnis und gleicher Prämissensetzung erweisen sich die von *Meitner/Prenzel* genannten Kritikpunkte als unberechtigt. Die Berücksichtigung des WACS im Rahmen des erweiterten APV-Verfahrens führt bei richtiger Anwendung vielmehr zu konsistenten Bewertungsergebnissen im Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis.

I. Einleitung

Beim Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) handelt es sich um eine Erweiterung der Bewertungsformel des Adjusted-Present-Value- (APV-)Verfahrens, die sicherstellt, dass bei unterschiedlichen Annahmen zum Anteil des systematischen Risikos am Credit Spread des Fremdkapitals das APV-Verfahren zu konsistenten Bewertungsergebnissen mit den anderen DCF-Verfahren führt. Der WACS ist eine bloße mathematische Folge der Annahmen, in welchem Ausmaß der Credit Spread des Fremdkapitals auf systematische Risiken i.S.d. Capital Asset Pricing Modells (CAPM) entfällt. Ist der erwartete Credit Spread des Fremdkapitals zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen, dann gibt es keinen WACS. Wenn man hingegen davon ausgeht, dass sich der erwartete Credit Spread – wie in der Praxis häufig – neben systematischen Risiken i.S.d. CAPM auch aus anderen nicht durch das CAPM erklärbare Komponenten (wie z.B. Vergütung für die Übernahme von unsystematischen Risiken, Liquiditäts- und Verwaltungskosten, Gewinnmarge) zusammensetzt, ist der WACS beim APV-Verfahren notwendig, um konsistente Bewertungsergebnisse im Einklang mit den anderen DCF-Verfahren und damit mit der herrschenden Bewertungspraxis zu erzielen.

Der Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) wurde erstmals vor zehn Jahren in Beiträgen erwähnt.¹ Neben einer Auseinandersetzung in der Bewertungsliteratur² fanden die dem WACS zugrunde liegenden Überlegungen in der Folge auch Eingang in die Empfehlung zur Berücksichtigung eines Debt Beta („Empfehlung Debt Beta“, KFS/BW 1 E3) der österreichischen

Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen³ und zählen somit zu den in Österreich maßgeblichen Bewertungsstandards.

Wie der Beitrag von *Meitner/Prenzel* zeigt, gibt es trotz umfangreicher Darstellungen der dem WACS zugrunde liegenden Überlegungen in der Bewertungsliteratur⁴ immer noch Erläuterungsbedarf. In der Folge werden die wesentlichen Kritikpunkte des Beitrags von *Meitner/Prenzel* identifiziert und die erforderlichen Klarstellungen vorgenommen.

II. Kritikpunkte

Aus dem Beitrag von *Meitner/Prenzel* lassen sich u.E. folgende zentrale Kritikpunkte in Bezug auf den – wie *Meitner/Prenzel* ihn nennen – „Wertabschlag-Credit-Spread-Ansatz“ („WACS-Ansatz“) entnehmen, die in der Folge behandelt werden:

1. Nach *Meitner/Prenzel* soll sich die Herangehensweise und das Bewertungsergebnis im „WACS-Ansatz“ von der herkömmlichen Unternehmensbewertungstheorie und -praxis unterscheiden. Die mit dem WACS zusammenhängende Bewertungskonzeption unterscheide sich ihrer Ansicht nach vom üblichen Vorgehen gem. der Standardbewertungstheorie. In der Folge wird gezeigt, dass dies nicht der Fall ist und die Berücksichtigung des WACS im Rahmen des APV-Verfahrens vielmehr zu konsistenten Bewertungsergebnissen im Vergleich mit den übrigen Bewertungsformeln (Equity- oder WACC-Verfahren) führt und damit im Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis steht.⁵
2. Nach *Meitner/Prenzel* soll es durch die mit dem WACS zusammenhängende Bewertungskonzeption zu einer Fehlbewertung des Fremdkapitals und folglich zu einer Überschätzung des Eigenkapitalwerts kommen. In dieser Frage gehen *Meitner/Prenzel* offensichtlich von anderen Prämissen aus, die zu einer abweichenden Fremdkapitalbewertung führen. Es wird in der Folge gezeigt, dass die üblicherweise im Rahmen der Anwendung des WACS getroffenen Prämissen zur Bewertung des Fremdkapitals den deutschen und österreichischen Bewertungsstandards entsprechen und zu aussagekräftigeren und plausibleren Bewertungsergebnissen führen als die von *Meitner/Prenzel* getroffenen Prämissen.

1 Vgl. Enzinger/Pellet/Leitner, RWZ 2014 S. 211-217; Enzinger/Pellet/Leitner, BWP 2014 S. 114-124.

2 Vgl. z.B. Enzinger/Mandl, Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2016, S. 11-20; Ballwieser, CF 2016 S. 437-445; Enzinger, RWZ 2019 S. 88-95; Enzinger, APV-Verfahren und Fremdkapital Beta 2020, available at SSRN: <https://www.ssrn.com/abstract=3730716>; Behling, BWP 2020 S. 69-74; Enzinger, BWP 2020 S. 75-80; Mandl/Rabel/Enzinger, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2023, S. 51-102; Aschauer/Purtscher, Einführung in die Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2023, S. 335.

3 Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen zur Berücksichtigung eines Debt Beta, veröffentlicht am 21.05.2015, in der überarbeiteten Fassung vom 13.10.2021 (KFS/BW 1 E 3).

4 Siehe dazu die umfangreiche Darstellung in Enzinger, a.a.O. (Fn. 2).

5 Zur Klarstellung ist festzuhalten, dass es hier nicht um die Berücksichtigung von Ausfallrisiken geht, da – wie auch Meitner/Prenzel ausführen – der gesamte Sachverhalt in einer Erwartungswert-Welt aufgestellt ist.

3. Ursächlich für die vermeintliche Fehlbewertung des Fremdkapitals soll nach *Meitner/Prengel* eine fehlerhafte Risikozumessung für Teile der Zinszahlungen sein. Behauptet wird, dass bestimmten Zinszahlungskomponenten beim „WACS-Ansatz“ ein Eigenkapitalrisiko beigemessen werde. Es wird in der Folge gezeigt, dass diese Aussage unzutreffend ist und auf einem Missverständnis des WACS beruht. Auch bei der um den WACS erweiterten APV-Bewertungsgleichung werden die gesamten erwarteten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber (Flow to Debt, FTD) mit einem risikoadäquaten Diskontierungssatz für das Fremdkapital abgezinst.

In der Folge wird auf diese Kritikpunkte⁶ näher eingegangen und werden die erforderlichen Klarstellungen vorgenommen.

III. WACS und Standardbewertungstheorie

Meitner/Prengel führen aus, dass sich die Herangehensweise und das Bewertungsergebnis im WACS-Ansatz von der herkömmlichen Unternehmensbewertungstheorie und -praxis unterscheiden soll. Ihrer Ansicht nach gebe es Unterschiede zwischen der mit dem WACS zusammenhängenden Bewertungskonzeption und dem üblichen Vorgehen gem. der Standardbewertungstheorie⁷.

Einleitend ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei den dem WACS zugrunde liegenden Überlegungen um keinen eigenen Bewertungsansatz handelt; die von *Meitner/Prengel* gewählte Bezeichnung „WACS-Ansatz“ ist daher irreführend. Beim WACS handelt es sich vielmehr um eine Erweiterung der Bewertungsgleichung des APV-Verfahrens, die unter gewissen Annahmen für die Erzielung konsistenter Bewertungsergebnisse bei Anwendung unterschiedlicher DCF-Verfahren notwendig ist. Die Bewertungsstandards in Deutschland⁸ als auch in Österreich⁹ verlangen, dass die einzelnen DCF-Verfahren ungeachtet der Unterschiede in der Rechentechnik bei konsistenten Annahmen zu übereinstimmenden Bewertungsergebnissen führen sollen (Konsistenz der Bewertungsergebnisse).¹⁰ Es kann auf *Enzinger*¹¹ verwiesen werden, der anhand von mathematischen Umformungen zeigt, wie die einzelnen DCF-Verfahren ineinander übergeleitet werden können und unter welchen Prämissen sich der WACS mathematisch ergibt, wenn man konsistente Bewertungsergebnisse erzielen will.

Entscheidend für die Existenz eines WACS ist die Frage, ob der erwartete Credit Spread des Fremdkapitals zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen ist oder nicht. In der Bewertungspraxis zeigt sich, dass die erwarteten Fremdkapitalzinsen neben der Kompensation von systemati-

schen Risiken i.S.d. CAPM auch andere nicht durch das CAPM erklärbare Komponenten beinhalten können (z.B. Vergütung für unsystematische Risiken, Liquiditäts- und Verwaltungskosten, Gewinnmarge).¹² Auch aus empirischen Studien¹³ und Teilen der Bewertungsliteratur¹⁴ lässt sich ableiten, dass der Credit Spread nicht zur Gänze auf systematische Risiken entfallen muss und eine differenzierte Betrachtung erforderlich sein kann.¹⁵ Die von *Meitner/Prengel* verwendete Bezeichnung für alle nicht durch das CAPM erklärbare Komponenten als bloße „Verwaltungskosten“ ist stark verkürzend und verleitet zu dem Missverständnis, dass die Fremdkapitalgeber eine ungerechtfertigte Zusatzvergütung bekommen würden, wovon wir – wie später gezeigt – nicht ausgehen.

Unterstellt man, dass der erwartete Credit Spread des Fremdkapitals zur Gänze auf systematische Risiken i.S.d. CAPM entfällt ($a_{\text{sys}} = 100\%$) und dass somit der gesamte erwartete Credit Spread in die Ermittlung des Debt Beta einfließt (dies entspricht dem Fall A von *Meitner/Prengel*), dann ist eine Erweiterung des APV-Verfahrens um einen WACS nicht notwendig, um im Vergleich zu den anderen Bewertungsverfahren (Equity- oder WACC-Verfahren) konsistente Werte zu erzielen. Schon aus den Berechnungen von *Meitner/Prengel* ist ersichtlich, dass im Fall A ($a_{\text{sys}} = 100\%$) alle Verfahren und Berechnungsvarianten zum selben Bewertungsergebnis kommen. Geht man umgekehrt bei Anwendung des Equity- oder WACC-Verfahrens – wie in der Bewertungspraxis durchaus zu beobachten – c.p. von einem Debt Beta von Null aus, unterstellt man implizit, dass der gesamte erwartete Credit Spread des Fremdkapitals nicht auf systematische Risiken i.S.d. CAPM zurückzuführen ist ($a_{\text{sys}} = 0\%$, dies entspricht dem Fall C von *Meitner/Prengel*). Soll anhand des APV-Verfahrens ein mit den anderen DCF-Verfahren einheitliches Bewertungsergebnis erzielt werden, muss in solch einem Fall die erweiterte APV-Bewertungsgleichung mit WACS zur Anwendung kommen. In Abb. 1 sind die Bewertungsergebnisse¹⁶ unterschiedlicher Verfahren im Fall C ($\beta_{\text{FK}} = 0$, $a_{\text{sys}} = 0\%$) dargestellt; die detaillierten Berechnungen dazu finden sich im Anhang in Tab. 1 am Ende dieses Beitrags.

Wie aus der Abb. 1 ersichtlich, führt das „klassische“ APV-Verfahren (ohne WACS) im Fall C ($\beta_{\text{FK}} = 0$, $a_{\text{sys}} = 0\%$) im Vergleich zum Equity- und WACC-Verfahren zu einem abweichenden Bewertungsergebnis. Nur das um den WACS erweiterte APV-Verfahren führt zu mit dem Equity- und WACC-Verfahren

6 Da es – wie in der Folge gezeigt wird – bei der um den WACS erweiterten APV-Bewertungsgleichung zu keiner Fehlbewertung des Fremdkapitals kommt und somit die Ausführungen von *Meitner/Prengel* betreffend den Zusammenhang von Unlevered und Levered Beta sowie die Anpassungsnotwendigkeiten des APV-Ansatzes irrelevant sind, wird darauf nicht weiter eingegangen.

7 *Meitner/Prengel* zitieren zur Frage, was unter der „Standardbewertungstheorie“ zu verstehen ist, bloß *Oded/Michel*, *Journal of Applied Finance* 2007 S. 21-32, die ihrem Beitrag als zentrale Prämisse die Gültigkeit des CAPM zugrunde legen. Daraus lässt sich jedoch für das gegenständliche Thema nichts gewinnen: In einer idealtypischen CAPM-Welt, bei der auch der Flow to Debt nach CAPM definiert ist, stellt sich die hier relevante Frage nach der Höhe des systematischen Anteils am Credit Spread gar nicht.

8 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 124.

9 Vgl. KFS/BW 1 i.d.F. 2014, Rz. 117.

10 Vgl. *Enzinger/Pellet/Leitner*, *RWZ* 2014 S. 211; *Enzinger/Pellet/Leitner*, *BWP* 2014 S. 114; *Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2), S. 2; *Drukarczyk/Schüler*, *Unternehmensbewertung*, 8. Aufl. 2021, S. 109; *Mandl/Rabel/Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2), S. 76.

11 *Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2) S. 16 (24).

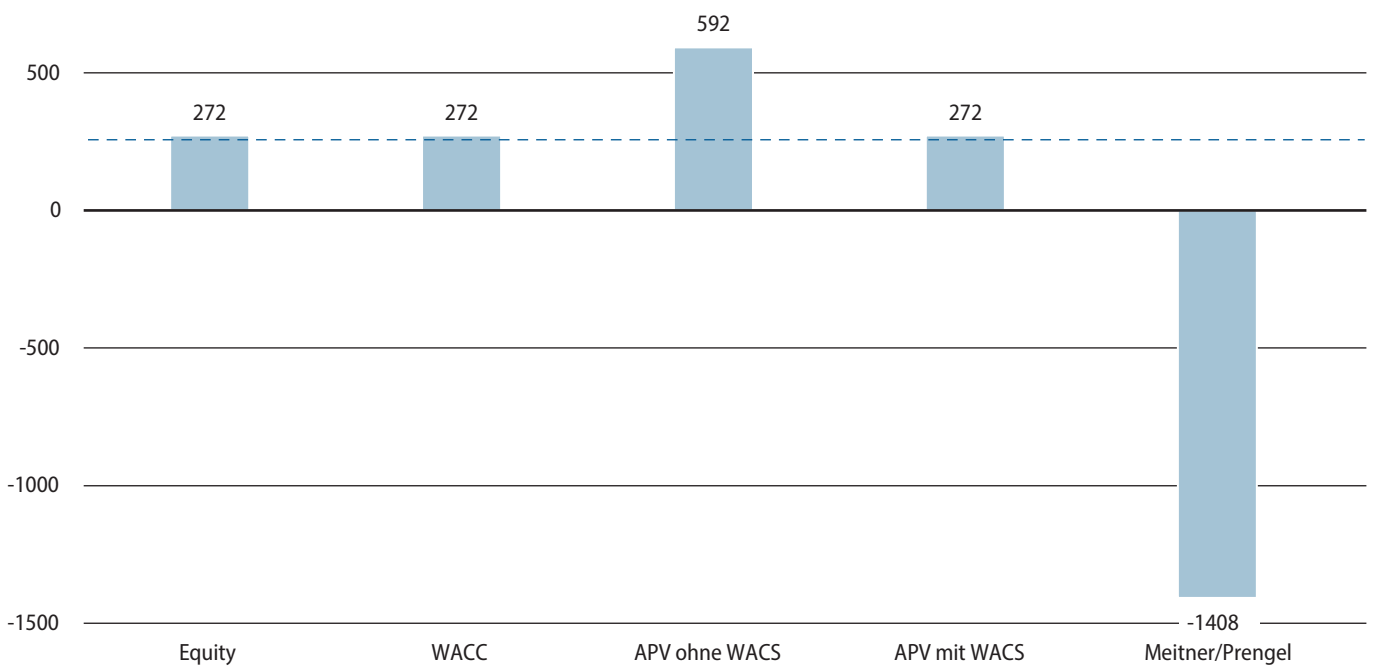
12 Vgl. *Knoll/Vorndran/Zimmermann*, *FB* 2006 S. 382; *Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V.*, *BWP* 2011 S. 19; *Volkart/Vettiger/Forrer*, in: *Seicht* (Hrsg.), *Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen*, 2013, S. 117; *Enzinger*, *RWZ* 2019 S. 92; *Haesner/Jonas*, *WPg* 2020 S. 161; *Straßer/Storp/Bönisch*, *CF* 2021 S. 96 (97).

13 Vgl. *Elton/Gruber/Agrawal/Mann*, *The Journal of Finance* 2001 S. 247-278; *Amato/Remolona*, *BIS Quarterly Review* 2003 S. 51-63; *Elton/Gruber/Agrawal/Mann*, *Journal of Banking and Finance* 2004 S. 2747-2767; *Almeida/Philippon*, *The Journal of Finance* 2007 S. 2557-2568; *Pape/Schlecker*, *ESCP Europe Working Paper No. 54*, 2010, S. 1-38; *Huang/Huang*, *Review of Asset Pricing Studies* 2012 S. 153-202, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=307360>; *Krones/Cremers*, *Frankfurt School – Working Paper Series No. 195*, 2012, S. 1-54; *Odermann/Cremers*, *Frankfurt School – Working Paper Series No. 204*, 2013, S. 1-71; *Feldhütter/Schäfer*, *Review of Financial Studies* 2018 S. 2897-2942, available at: <https://ssrn.com/abstract=2363081>; *Baule*, *Business Research No. 12*, 2019 S. 721-753.

14 Vgl. *Meitner/Streitferdt*, *Unternehmensbewertung*, 2011, S. 18; *Lütkeschümer*, in: *Baetge et al.* (Hrsg.), *Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung*, Band 39, 2012, S. 132; *Damodaran*, *Investment Valuation*, 3. Aufl. 2012, S. 411; *Damodaran*, *Applied Corporate Finance*, 4. Aufl. 2015, S. 354; *Brealey/Myers/Allen*, *Principles of Corporate Finance*, 12. Aufl. 2017, S. 606 (607); *Zwirner/Zimny*, *DB* 2019 S. 78; *Meitner/Streitferdt*, *BWP* 2020 S. 37; *Beumer*, in: *Peemöller* (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 8. Aufl. 2023, S. 813.

15 Siehe dazu ausführlich *Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2), S. 9 (11).

16 Gleich wie im Beitrag von *Meitner/Prengel* basieren die folgenden Darstellungen auf dem Beispiel in *Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2).

Abb. 1: Marktwert des Eigenkapitals im Fall C ($\beta_{FK} = 0$, $a_{sys} = 0\%$)

Quelle: Eigene Darstellung

konsistenten Bewertungsergebnissen. Die Berechnungen von *Meitner/Prengel* weichen von den Bewertungsergebnissen nach den üblichen Bewertungsverfahren deutlich ab. Wie im nächsten Abschnitt gezeigt wird, liegt dies daran, dass die von *Meitner/Prengel* vorgenommene Bewertung des Fremdkapitals von den üblicherweise getroffenen Bewertungsannahmen abweicht. Die Aussage von *Meitner/Prengel*, dass ihre Bewertungsvariante dem Bewertungsstandard entsprechen soll, ist somit nicht nachvollziehbar. Umgekehrt zeigt sich, dass erst durch die Berücksichtigung des WACS das (solcherart erweiterte) APV-Verfahren bei $a_{sys} < 100\%$ zu denselben Bewertungsergebnissen führt, wie sie in den anderen DCF-Verfahren (Equity- und WACC-Verfahren) im Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis erzielt werden. Der Ansatz eines Abschlags beim APV-Verfahren zur Erzielung konsistenter Bewertungsergebnisse bei $a_{sys} < 100\%$ findet mittlerweile auch in der angelsächsischen Bewertungsliteratur Anklang, wenngleich nicht immer mit Anwendung derselben mathematischen Detailtiefe.¹⁷

IV. Bewertung des Fremdkapitals

Die Bewertung des Fremdkapitals ist das zentrale Thema im Beitrag von *Meitner/Prengel*. Diesbezüglich sind mehrere Aspekte zu betrachten. Zum einen geht es um die Frage, warum in den bisher veröffentlichten Beiträgen zum WACS der Marktwert i.d.R. dem Nominalwert des Fremdkapitals entsprochen hat. Zum anderen, mit welchem Diskontierungssatz der Flow to Debt abzuzinsen ist, um zum Marktwert des Fremdkapitals zu kommen. Abschließend werden in diesem

Abschnitt die Berechnungen von *Meitner/Prengel* zur Ermittlung des Marktwerts des Fremdkapitals gewürdigt.

1. Marktwert vs. Nominalwert

Es ist *Meitner/Prengel* zuzustimmen, dass in der Unternehmensbewertung nur Marktwerte von Modellrelevanz sind und dass Buch- oder Nominalwerte nur allenfalls analytischen Mehrwert haben. Die Aussagen von *Meitner/Prengel*, dass „im WACS-Ansatz die Fremdkapitalposition abschließend gleich dem Nominalwert gesetzt wird“ bzw. dass „der WACS-Ansatz [...] eine grds. unterschiedliche Bewertungsperspektive [einnimmt]“ erweckt den Anschein, als ob man bei Berücksichtigung eines WACS nicht zwischen Marktwert und Nominalwert differenzieren könne bzw. dass Modell-immanent der Marktwert immer dem Nominalwert entsprechen müsse. Dies ist – wie in der Folge gezeigt wird – unzutreffend. Zutreffend ist jedoch, dass in den bisher veröffentlichten Beiträgen zum WACS die Prämissen für das Fremdkapital so gesetzt worden sind, dass sich der Marktwert und der Nominalwert des Fremdkapitals entsprechen. Dies ist jedoch keine notwendige Annahme für die Berücksichtigung eines WACS, sondern diente ausschließlich der Komplexitätsreduktion. Diese (vereinfachende) Annahme wird in der Bewertungstheorie und -praxis weit verbreitet verwendet.¹⁸

Der Marktwert des Fremdkapitals kann als Barwert ermittelt werden, indem die erwarteten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber (Flow to Debt, FTD) mit der erwarteten bzw. geforderten Rendite (expected yield) der Fremdkapitalgeber, hier als $E(y)$ bezeichnet, diskontiert werden.

¹⁷ So werden die Abschläge dort offenbar noch sehr vereinfacht angesetzt, wie bspw. durch (i) Vergleich APV-Wert vor Abschlag mit Wert nach WACC-Verfahren, und (ii) Ansatz der Differenz aus Schritt (i) als Abschlag vom APV-Verfahren, siehe Antill/Lee/Taylor, *Company Valuation under IFRS*, 3. Aufl. 2020, S. 34-49.

¹⁸ Vgl. KFS/BW 1 i.d.F. 2014 Rz. 40; Ballwieser, CF 2016 S. 438; Franken/Schulte/Brunner, in: Craselt/Lukas/Möller/Timmereck (Hrsg.), *Handbuch Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung*, 2018, S. 142; Schüler/Schwetzler, DB 2019 S. 1745 (1746).

$$\text{Marktwert Fremdkapital} = \text{FK}_{\text{MW}} = \frac{\text{Flow to Debt}}{\text{expected yield}} = \frac{\text{FTD}}{E(y)}$$

In der ewigen Rente entspricht der Flow to Debt dem Produkt aus Nominalwert des Fremdkapitals ($\text{FK}_{\text{nominell}}$) mit dem erwarteten Fremdkapitalzinssatz [$E(i_{\text{FK}})$], sodass für den Marktwert des Fremdkapitals in einer solchen ewigen Rente gilt:

$$\text{FK}_{\text{MW}} = \frac{\text{FK}_{\text{nominell}} \times E(i_{\text{FK}})}{E(y)}$$

Entscheidend ist, dass – wie *Meitner/Prenzel* ausführen – ein zum Nominalwert begebener Fremdkapitalvertrag vorliegt. Unterstellt wird, dass die Fremdkapitalgeber im Zeitpunkt der Emission bzw. der Kreditausreichung einen Vertragszins (coupon rate, i_{FK}) fordern, der das Ausfallrisiko und sämtliche Kosten kompensiert, und dass kein Disagio vereinbart ist. Es ist von rational handelnden Marktteilnehmern auszugehen, bei denen die Vergütung für die übernommenen Risiken und Kosten im Rahmen der Festlegung der vertraglich vereinbarten Rendite erfolgt.¹⁹ Wenn im Zeitpunkt der Kreditausreichung die Yield des Kredits als interne Verzinsung (auch Effektivverzinsung) gleich dem Marktzinssatz ist, entspricht der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals dem Nominalwert des Fremdkapitals.²⁰ Es gilt die Kapitalwertneutralität, die besagt, dass der Nettokapitalwert einer Fremdfinanzierung bei marktkonformer Bepreisung im Zeitpunkt der Kreditausreichung gleich Null ist. Wenn sich in der Folge weder der Marktzins noch die Bonität des Schuldners im Zeitablauf ändern, kommt es auch zu keinem späteren Auseinanderfallen von Nominal- und Marktwert des Fremdkapitals. Unter diesen Prämissen (Identität von Nominal- und Marktwert) entspricht die erwartete Rendite (expected yield) des Fremdkapitals der erwarteten Verzinsung des Nominalwerts. Anders formuliert entspricht die erwartete bzw. geforderte Rendite (expected yield) des Fremdkapitals dem erwarteten Fremdkapitalzinssatz [$E(i_{\text{FK}})$].

Wenn $E(i_{\text{FK}}) = E(y)$ dann gilt:

$$\text{FK}_{\text{MW}} = \frac{\text{FK}_{\text{nominell}} \times E(i_{\text{FK}})}{E(i_{\text{FK}})} = \text{FK}_{\text{nominell}}$$

Allein aufgrund der gesetzten Prämissen war in den bisherigen Veröffentlichungen und Beispielen zum WACS eine Identität von Nominal- und Marktwert gegeben. Dies ist jedoch nicht zwingend und keinesfalls eine immanente Bedingung bei Berücksichtigung eines WACS. Bei Änderungen des Marktzinses oder der Bonität des Schuldners kann es auch bei der um den WACS erweiterten APV-Formel zu einem Auseinanderfallen von Nominal- und Marktwert kommen. Die Aussage von *Meitner/Prenzel*, dass im „WACS-Ansatz“ der Marktwert des Fremdkapitals „abschließend gleich dem Nominalwert gesetzt wird“ ist daher unzutreffend.

2. Diskontierungssatz für den Flow to Debt

Es ist *Meitner/Prenzel* zuzustimmen, wenn sie allgemein festhalten, dass die Bewertung von Fremdkapital theoretisch zutreffend über die Diskontierung von erwarteten Zahlun-

gen mit den risikoadäquaten Kapitalkosten definiert ist.²¹ Die Frage ist nur, wie die risikoadäquaten Kapitalkosten, die der erwarteten bzw. geforderten Rendite (expected yield) der Fremdkapitalgeber entsprechen, definiert sind bzw. ermittelt werden. Ohne aussagekräftige Begründung und ohne jeden Nachweis behaupten *Meitner/Prenzel*, dass die risikoadäquaten Kapitalkosten auch für das Fremdkapital in der Capital-Asset-Pricing-Modell- (CAPM)-Welt zu definieren sind. Es stellt sich die Frage, ob diese unbelegte Aussage zutreffend bzw. zwingend oder alleingültig ist.

Aus der in den Bewertungsstandards IDW S 1²² und KFS/BW 1²³ dargelegten state-of-the-art-Bewertungspraxis lässt sich die Aussage von *Meitner/Prenzel* nicht ableiten. Nach dem deutschen Standard IDW S 1 Tz. 134 errechnen sich die Kapitalkosten der Fremdkapitalgeber als gewogener durchschnittlicher Kostensatz der einzelnen Fremdkapitalformen. Bei nicht explizit verzinslichen Posten des Fremdkapitals (insb. Pensionsrückstellungen) ist ein Marktzins für fristadäquate Kredite heranzuziehen. Den Marktwert des Fremdkapitals erhält man nach IDW S 1 Tz. 126, indem die Free Cashflows an die Fremdkapitalgeber (Flow to Debt) mit einem das Risikopotenzial dieser Zahlungsströme widerspiegelnden Zinssatz diskontiert werden. Aus IDW S 1 Tz. 137 lässt sich ableiten, dass die Diskontierung der Cashflows an die Fremdkapitalgeber mit dem Fremdkapitalzinssatz zu erfolgen hat, da ausgeführt wird, dass die Diskontierung des Wertbeitrags der Verschuldung mit dem Fremdkapitalzinssatz erfolgt, sofern die Steuervorteile so sicher sind wie das Fremdkapital. Der österreichische Standard KFS/BW 1 führt in Rz. 40 wie folgt aus: „Der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals entspricht bei marktkonformer Verzinsung in der Regel dem Nominalwert des Fremdkapitals. Wird das Fremdkapital niedriger oder höher verzinst, als es dem Marktzins entspricht, ergibt sich der Marktwert des Fremdkapitals aus den mit dem Marktzins diskontierten Zahlungen an die Fremdkapitalgeber.“

Der IDW Praxishinweis zur Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW BewH 5.011; in der Folge kurz: IDW Praxishinweis) führt in Tz. 52 ergänzend aus, dass die Fremdkapitalkosten als sog. erwartete Rendite (expected yield) der Fremdkapitalgeber aufzufassen sind und sich entsprechend den Eigenkapitalkosten aus dem risikolosen Basiszinssatz und einer Risikoprämie (Credit Spread) zusammensetzen. Wie die Fremdkapitalkosten und insb. die Risikoprämie zu ermitteln sind, wird nicht näher ausgeführt. Ein Hinweis, dass die Risikoprämie anhand des CAPM zu ermitteln sei, fehlt. Eine explizite Differenzierung zwischen systematischen und unsystematischen Faktoren erfolgt nicht.²⁴ Zur Vorgängerfassung des IDW Praxishinweises haben *Haesner/Jonas* festgehalten, dass die Frage des systematischen Anteils am Credit Spread und somit der Definition der Fremdkapitalkosten laut CAPM bewusst offen gelassen wurde.²⁵ Vielmehr führt der IDW Praxishinweis an anderer Stelle wie folgt aus: „Die explizite Schätzung der erwarteten Fremdkapitalkosten ist in der Theorie jedoch noch umstritten

21 Vgl. auch Franken/Schulte/Brunner, a.a.O. (Fn. 18), S. 142.

22 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 126.

23 Vgl. KFS/BW 1 i.d.F. 2014, Rz. 40, 117 und 114.

24 Vgl. Straßer/Storp/Bönisch, CF 2021 S. 101.

25 Vgl. Haesner/Jonas, WPg 2020 S. 159 (161).

19 Vgl. IDW Praxishinweis: Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW BewH 5.011), IDW Life 2023, Tz. 54.

20 Vgl. KFS/BW 1 i.d.F. 2014 Rz. 40; Schüler/Schwetzel, DB 2019 S. 1745 (1746).

und in der Praxis mit Schwierigkeiten verbunden.“²⁶ In Tz. 54 führt der IDW Praxishinweis aus, dass bei rational handelnden Marktteilnehmern die Vergütung für die übernommenen Risiken im Rahmen der Festlegung der vertraglich vereinbarten Rendite erfolgt. Bei gering und normal verschuldeten Unternehmen kann nach Tz. 57 IDW Praxishinweis vereinfachend die erwartete Fremdkapitalrendite anhand der Markttrendite des Fremdkapitals bestimmt werden. Bei hoch verschuldeten Unternehmen wird in Tz. 69 IDW Praxishinweis auf die Fremdkapitalkosten der Peer Group normal verschuldeter Unternehmen abgestellt.

Auch aus der Bewertungsliteratur lässt sich nicht ableiten, dass bei der Bewertung des Fremdkapitals nur nach dem CAPM definierte Fremdkapitalkosten relevant sein sollen.²⁷ Exemplarisch kann auf *Meitner/Streitferdt* verwiesen werden, die wie folgt ausführen: „Die Bestimmung dieser Kapitalkosten (gemeint: Fremdkapitalkosten, d. Verf.) muss dabei nicht unbedingt über das CAPM erfolgen. Ebenso ist vorstellbar, dass die Kapitalkosten über ein Ratingverfahren ermittelt werden.“²⁸

Die erwartete bzw. geforderte Rendite (expected yield) von Fremdkapital ist in der Realität i.d.R. nicht nach dem CAPM definiert. Insb. wenn es sich bei den Fremdkapitalgebern um Kreditinstitute handelt, ist zu beachten, dass diese bei der marktkonformen Bepreisung von Krediten i.d.R. nicht das CAPM, sondern andere Modelle, wie z.B. Rating-Ansätze, verwenden.²⁹ Neben der Vergütung für die Übernahme von (systematischen und unsystematischen) Ausfallrisiken verlangen Kreditinstitute naturgemäß auch Vergütungen für andere Kosten und eine Gewinnmarge. Dennoch ist davon auszugehen, dass sich im Zeitpunkt der Kreditgewährung Nominalwert und Marktwert des Fremdkapitals entsprechen, wenn ein markt- und fremdüblicher Vertragszins vereinbart wird.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die Aussage von *Meitner/Prenzel*, dass die risikoadäquaten Kapitalkosten auch für das Fremdkapital in der CAPM-Welt definiert sind, weder aus der Bewertungsliteratur noch aus der dokumentierten Bewertungspraxis als zwingend bzw. eindeutig bestätigen lässt. Die Bewertung des Fremdkapitals hat vielmehr anhand der erwarteten bzw. geforderten Rendite der Fremdkapitalgeber zu erfolgen, die in der Realität nicht den Fremdkapitalkosten i.S.d. CAPM entsprechen muss.

3. Berechnungen von Meitner/Prenzel

Anhand der im Beitrag von *Meitner/Prenzel* dargestellten Berechnungen zur Ermittlung des Marktwerts des Fremdkapitals wird offenkundig, dass eine Diskontierung des erwarteten Flow to Debt mit den Fremdkapitalkosten nach CAPM im konkreten Fall zu unzutreffenden Ergebnissen führt. Das Beispiel³⁰ geht von erwarteten periodischen Zinszahlungen von

28 bei einem Nominalwert des Fremdkapitals von 800 aus, sodass sich der erwartete Fremdkapitalzinssatz $[E(i_{FK})]$ auf 3,5% beläuft. Die geforderte bzw. erwartete Rendite (expected yield) der Fremdkapitalgeber beläuft sich annahmegemäß ebenso auf 3,5%. Es ist offensichtlich, dass ein marktkonform bepreister Fremdkapitalvertrag vorliegt, bei dem sich Marktwert und Nominal des Fremdkapitals entsprechen. Im Fall A ermitteln *Meitner/Prenzel* den zutreffenden Marktwert des Fremdkapitals i.H.v. 800. Im Fall B soll sich dieser jedoch auf 1.244,4 und im Fall C sogar auf 2.800 belaufen. Wie im Folgenden gezeigt wird, beträgt der zutreffende Marktwert des Fremdkapitals in allen drei Fällen einheitlich 800.

Wie *Meitner/Prenzel* ausführen, liegt auch ihren Berechnungen ein zum Nominalwert begebener Fremdkapitalvertrag zugrunde.³¹ Wie oben gezeigt, ist von rational handelnden Marktteilnehmern und einer markt- bzw. fremdüblichen Bepreisung des Fremdkapitals auszugehen. Die Fremdkapitalgeber haben im Zeitpunkt der Kreditausreichung den Vertragszins so bemessen, dass die erwartete interne Verzinsung dem Marktzins entspricht. Anders formuliert, sind im Zeitpunkt der Kreditausreichung der erwartete Fremdkapitalzins $[E(i_{FK})]$ und die erwartete bzw. geforderte Rendite (expected yield) der Fremdkapitalgeber gleich hoch. Sofern es kein Disagio gibt, entspricht unter diesen Bedingungen der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals dem Nominalwert des Fremdkapitals (Kapitalwertneutralität). Unter diesen Bedingungen gibt es keinen Grund, warum der Marktwert des Fremdkapitals über dem Nominal liegen soll. Da die Fremdkapitalgeber in der Realität die Bepreisung des Fremdkapitalvertrags i.d.R. nicht anhand des CAPM vornehmen, kann es zu einem Auseinanderfallen zwischen erwarteter bzw. geforderter Rendite (expected yield) des Fremdkapitals $[E(y)]$ und den Fremdkapitalkosten nach CAPM kommen. Dies ändert jedoch nichts daran, dass die Bewertung des Fremdkapitals anhand der expected yield ($[E(y)]$) zu erfolgen hat.³²

Meitner/Prenzel gehen bei ihren Berechnungen offensichtlich von gänzlich anderen Prämissen aus. In den Fällen B und C unterstellen sie letztendlich, dass die Fremdkapitalgeber eine Vergütung bekommen, die über dem Marktzins liegt. Der höhere Marktwert des Fremdkapitals im Fall B sei ihrer Ansicht nach nachvollziehbar, denn wenn über die reine Risikovergütung hinaus vom Kapitalgeber Kosten in Rechnung gestellt werden, dann sei der Barwert der Gesamtzahlungen natürlich höher als im Fall ohne zusätzliche Kostenvergütung. Zum Fall C führen sie aus, dass der Fremdkapitalgeber hier in hohem Maße von über die risikoadäquate Vergütung hinausgehenden Verwaltungskostenvergütungen profitiere und gleichsam der Fremdkapitalnehmer entsprechend unter der Kreditvertragsregelung im Fall C leide. Die Aussage, dass der Marktwert des Fremdkapitals höher als der Nominalwert ist, wenn der Fremdkapitalgeber eine höhere Vergütung als den Marktzins bekommt, ist trivial³³, aber nicht geeignet, um den hinter dem WACS stehenden Überlegungen die Aussagekraft abzusprechen.

26 IDW Praxishinweis: Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW BewH 5.011), IDW Life 2023, Tz. 69.

27 Vgl. z.B. *Meitner/Streitferdt*, a.a.O. (Fn. 14), S. 17; *Franken/Schulte/Brunner*, a.a.O. (Fn. 18), S. 141 (142); *Baule*, Business Research 2019 S. 722 (724); *Oded/Michel*, Journal of Applied Finance 2009 S. 60, führen bspw. wie folgt aus: [...] the CAPM may underestimate the cost of debt [...]“ und „[...] the CAPM is an incomplete measure of the cost of debt [...]“.

28 Vgl. *Meitner/Streitferdt*, a.a.O. (Fn. 14), S. 17.

29 Vgl. Europäische Bankenaufsichtsbehörde, Leitlinien für die Kreditvergabe und Überwachung – EBA/GL/2020/06, Rn. 202; *Hellenkamp*, Bankwirtschaft, 3. Aufl. 2022, S. 160; kritisch zur Anwendung des CAPM außerhalb des Bereichs liquider Aktien auch *Ballwieser*, CF 2016 S. 438.

30 Die Parameter für dieses Beispiel sind entnommen aus *Enzinger*, a.a.O. (Fn. 2).

31 *Meitner/Prenzel*, BWP 2024 S. 110.

32 Die Ableitung des Debt Beta, das in die Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach CAPM einfließt, hat jedoch anhand der Fremdkapitalkosten nach dem CAPM zu erfolgen, da für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten nach dem CAPM nur systematische Risiken i.S.d. CAPM relevant sind.

33 Ebenso trivial und irrelevant sind die Ausführungen von *Meitner/Prenzel* zum Zusammenhang zwischen Anleihekursen und Kupon-/Diskontierungsraten-Spreads.

Die Annahme von *Meitner/Prenzel*, dass der Fremdkapitalvertrag im Zeitpunkt der Kreditausreichung nicht marktkonform bepreist ist, steht im Widerspruch zu den üblicherweise getroffenen Annahmen. Bei den bisherigen Veröffentlichungen zum WACS ist man einhellig mit der Standardbewertungstheorie und -praxis stets davon ausgegangen, dass zum Zeitpunkt der Kreditausreichung eine marktkonforme Bepreisung vorliegt, hat dabei aber berücksichtigt, dass die Fremdkapitalgeber die Bepreisung in der Realität nicht anhand des CAPM vornehmen. *Meitner/Prenzel* verschließen sich hier der Realität, wenn sie davon ausgehen, dass die erwartete bzw. geforderte Rendite der Fremdkapitalgeber (expected yield) stets nach dem CAPM zu bemessen ist. Wie gezeigt, lässt sich diese Prämisse auch nicht aus der Bewertungsliteratur und Bewertungspraxis ableiten.

Die Berechnungen von *Meitner/Prenzel* zur Ermittlung des Marktwerts des Fremdkapitals führen in den Fällen B und C nicht nur zu völlig unplausiblen Ergebnissen, sondern basieren anscheinend auf gänzlich anderen Prämissen als die Berechnungen und Darstellungen in den bisherigen Veröffentlichungen zum WACS. Der von *Meitner/Prenzel* gewählte Ansatz ist daher allein schon dadurch nicht geeignet, den WACS in Frage zu stellen. Es ist naheliegend, dass eine Bewertung unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die erwartete bzw. geforderte Rendite der Fremdkapitalgeber (expected yield) nicht dem CAPM entsprechen muss, zu plausibleren und realitätsgerechteren Bewertungsergebnissen führt als der Ansatz von *Meitner/Prenzel*.

V. Diskontierung des Flow to Debt

Ursache für die vermeintlich inkorrekte Bewertung der Fremdkapitalposition im „WACS-Ansatz“ soll nach *Meitner/Prenzel* eine fehlerhafte Risikozumessung für Teile der Zinszahlungen sein. Behauptet wird, dass bestimmten Zinszahlungskomponenten ein Eigenkapitalrisiko beigemessen werde. Es wird in der Folge gezeigt, dass diese Aussage unzutreffend ist und auf einem Missverständnis des WACS beruht. Wie sich leicht zeigen lässt, wird auch bei dem um den WACS erweiterten APV-Verfahren der gesamte erwartete Flow to Debt mit einem risiko- adäquaten Diskontierungssatz für Fremdkapital abgezinst.

Nach *Meitner/Prenzel* sei die Identität zwischen Marktwert und Nominalwert des Fremdkapitals im „WACS-Ansatz“ inhaltlich identisch zu der Annahme, dass nur jener Teil der Zinszahlungen, der dem risikolosen Basiszins und der Abgeltung der systematischen Risiken i.S.d. CAPM entspricht, in die Fremdkapitalbewertung einfließe. Jener Teil der Zinszahlungen, der auf die Abgeltung von unsystematischen Risiken, (Verwaltungs-)kosten und die Gewinnmarge entfällt, werde nach *Meitner/Prenzel* inhaltlich dem unverschuldeten Unternehmen zugeschlagen und mittels Diskontierung mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten verbarwertet. Für *Meitner/Prenzel* ist unklar, unter welchen Umständen die im „WACS-Ansatz“ vermeintliche Splittung der Zinszahlungskomponenten in Kreditrisiko und Eigenkapitalrisiko sachgerecht sein soll, da beide Komponenten in der Realität Fremdkapitalrisiko tragen. Sie beklagen, dass die vermeintliche Splittung der Zinszahlungskomponenten in der Literatur nicht erläutert werde und sie in ihren Analysen keine ökonomisch sinnvollen Erklärungen dafür finden konnten.

Es lässt sich einfach zeigen, dass es beim erweiterten APV-Verfahren mit WACS zu keiner – wie *Meitner/Prenzel* es nennen – „Split-

ting der Zinszahlungskomponenten“ kommt und die Ausführungen von *Meitner/Prenzel* schlicht auf einem Missverständnis des WACS beruhen. Formal lässt sich das wie folgt zeigen³⁴:

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

$$= \frac{FTE}{r_{EKV}-g} + \frac{FTD}{E(i_{FK})-g}$$

Für den Fall C von *Meitner/Prenzel* ergibt sich folgende Berechnung:

$$GK = \frac{80}{\frac{6,25\% - 0,0\%}{EV_u}} - \frac{800 \times [3,5\% - 1,0\%] \times (1 - 25\%)}{\frac{6,25\% - 0,0\%}{WACS}}$$

$$+ \frac{800 \times 1,0\% \times 25\%}{\frac{6,25\% - 0,0\%}{WBTS}}$$

$$= \frac{59}{21,6912\% - 0,0\%} + \frac{28}{3,5\% - 0,0\%} = 1.072$$

Wie sich zeigt, ergibt sich im Fall C ($a_{sys} = 0\%$) ein Marktwert des Gesamtkapitals von 1.072. Im linken Teil der Gleichung kommt die adaptierte APV-Formel mit WACS zur Anwendung, im rechten Teil der Gleichung werden die Flow to Equity (FTE) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten (r_{EKV}) und der erwartete, gesamte Flow to Debt (FTD) mit der Renditeforderung der Fremdkapitalgeber, die im konkreten Fall annahmegermäßig dem Erwartungswert des Fremdkapitalzinsen $[E(i_{FK})]$ entspricht, abgezinst. Da beide Berechnungsvarianten zum gleichen Ergebnis kommen, kann es die von *Meitner/Prenzel* behauptete Splittung bzw. fehlerhafte Risikozumessung des Flow to Debt im WACS-Ansatz nicht geben.

Die Ursache für diese Fehlinterpretation des „WACS-Ansatzes“ liegt wohl darin, dass der mathematische und wirtschaftliche Hintergrund des WACS³⁵ nicht bedacht worden ist. Was verbirgt sich hinter dem Term $FK \times [E(i_{FK}) - r_{FK}]$? Wie sich aus der formelmäßigen Darstellung und dem Beispiel oben ableiten lässt, handelt es sich dabei nicht um einen Bestandteil des Flow to Debt.³⁶ Dies lässt sich noch transparenter zeigen, wenn man die – aus Vereinfachungsgründen bisher immer verwendete Prämisse der – Identität von Marktwert und Nominalwert des Fremdkapitals und somit die Identität von Renditeforderung der Fremdkapitalgeber $[E(y)]$ und Erwartungswert der Fremdkapitalzinsen $[E(i_{FK})]$ aufgibt und den WACC-Ansatz betrachtet:

$$GK = \frac{FCF}{r_{EKV} \times \frac{EK}{GK} + E(y) \times (1-s) \times \frac{FK}{GK} - g}$$

$$= \frac{\frac{FCF^{adapt}}{FCF - FK \times [E(y) - r_{FK}] \times (1-s)}}{r_{EKV} \times \frac{EK}{GK} + r_{FK} \times (1-s) \times \frac{FK}{GK} - g}$$

34 GK steht für Marktwert des Gesamtkapitals, FK für Marktwert des Fremdkapitals, r_{FK} für Fremdkapitalkosten nach dem CAPM und r_{TS} für Renditeforderung zur Kapitalisierung der Steuervorteile aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen (Tax Shields).

35 Der bereits ausführlich beschrieben worden ist in Enzinger, BWP 2020 S. 75-80, und Enzinger, a.a.O. (Fn. 2).

36 Vgl. bereits Enzinger, BWP 2020 S. 78 (79).

Im linken bzw. oberen Teil der Gleichung wird der Free Cashflow (FCF) mit einem WACC diskontiert, in den $E(y)$ einfließt. Transformiert man den Term $[E(y) - r_{FK}]$ durch einfache mathematische Umformung vom Nenner in den Zähler, ergibt sich der rechte bzw. untere Teil der Gleichung: Die Diskontierung des adaptierten Free Cashflows (FCF^{adapt}) erfolgt anhand eines WACC, der u.a. anhand der Fremdkapitalkosten nach dem CAPM (r_{FK}) definiert ist. Der Term $[E(y) - r_{FK}]$ ist somit nichts anderes als ein Teil des Diskontierungssatzes, der vom Nenner in den Zähler transformiert wurde. Dieser Transfer erfolgt nur, um den Diskontierungssatz (hier den WACC) CAPM-konform ermitteln zu können. Jene Komponenten der erwarteten bzw. geforderten Rendite der Fremdkapitalgeber, die in der Realität existieren, sich jedoch nicht anhand des CAPM erklären lassen, werden im Cashflow berücksichtigt.³⁷ Der Free Cashflow wird somit an das äquivalente Risikoniveau des Diskontierungssatzes angepasst – nichts anderes passiert bei Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode.³⁸ Dass in den bisherigen Veröffentlichungen zum WACS statt $[E(y) - r_{FK}]$ vielmehr $[E(i_{FK}) - r_{FK}]$ verwendet worden ist, liegt wie gezeigt an den gesetzten Prämissen.

Die Ausführungen für den WACC-Ansatz gelten sinngemäß auch für den APV-Ansatz. Wenn man davon ausgeht, dass die erwartete bzw. geforderte Rendite der Fremdkapitalgeber – wie in der Realität häufig – nicht den Fremdkapitalkosten nach CAPM entspricht $[E(y) \neq r_{FK}]$, ist diese Anpassung der Cashflows (d.h. der WACS) beim APV-Ansatz notwendig, da die Abzinsung mit Diskontierungssätzen erfolgt, die nach dem CAPM definiert sind. Ohne Anpassung der Cashflows bzw. ohne Berücksichtigung des WACS würde die APV-Bewertungsgleichung in diesem Fall aus folgendem Grund zu Überbewertungen führen: Die erwarteten Auszahlungen für nicht-systematische Komponenten des erwarteten Credit Spread $[E(i_{FK}) - r_{FK}]$, 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. Ohne Erweiterung der APV-Bewertungsgleichung um einen WACS bleiben daher diese erwarteten Auszahlungen im Bewertungskalkül unberücksichtigt, was zu Überbewertungen führt.

Es lässt sich zusammenfassend festhalten, dass es die von *Meitner/Prengel* behauptete Splitting bzw. fehlerhafte Risikozumessung des Flow to Debt im „WACS-Ansatz“ nicht gibt. Der gesamte erwartete Flow to Debt wird auch bei dem um den WACS erweiterten APV-Verfahren mit einem risikoadäquaten Diskontierungssatz für Fremdkapital abgezinst. Die Ausführungen von *Meitner/Prengel* beruhen schlicht auf einem Missverständnis des „WACS-Ansatzes“.

VI. Zusammenfassung

Wie ausführlich gezeigt, haben sich die von *Meitner/Prengel* in BWP 2024 S. 110 ff. aufgeworfenen Kritikpunkte in Bezug auf den Wertabschlag-Credit-Spread (WACS) als unberechtigt herausgestellt. Die Aussagen und Schlussfolgerungen

von *Meitner/Prengel* beruhen zum Teil auf grundlegenden Missverständnissen und zum Teil auf unterschiedlichen Prämissen. Im Einzelnen kann wie folgt zusammenfassend festgehalten werden:

1. Bei dem um den WACS erweiterten APV-Verfahren handelt es sich – anders als *Meitner/Prengel* es implizieren – um keinen eigenen Bewertungsansatz. Die Erweiterung der APV-Bewertungsgleichung um den WACS ist vielmehr unter gewissen Annahmen erforderlich, um bei Anwendung unterschiedlicher DCF-Verfahren – entsprechend den Vorgaben der deutschen und österreichischen Bewertungsstandards – konsistente Bewertungsergebnisse im Einklang mit der herrschenden Bewertungspraxis erzielen zu können. Geht man bspw. bei Anwendung des Equity- oder WACC-Verfahrens trotz erwartetem Credit Spread des Fremdkapitals von einem Debt-Beta von Null aus, muss die um den WACS erweiterte APV-Bewertungsgleichung herangezogen werden, um mit den anderen DCF-Verfahren konsistente Bewertungsergebnisse erzielen zu können. Das dargestellte Bewertungsbeispiel hat gezeigt, dass nicht die um den WACS erweiterte APV-Bewertungsgleichung, sondern vielmehr die Berechnungen von *Meitner/Prengel* vom Ergebnis laut der Standardbewertungsmethode abweichen. Die Aussage von *Meitner/Prengel*, dass sich die Herangehensweise und das Bewertungsergebnis im „WACS-Ansatz“ von der herkömmlichen Unternehmensbewertungstheorie und -praxis unterscheiden soll, ist somit nicht nachvollziehbar.
2. Wie ausführlich erläutert, kommt es bei Anwendung der um den WACS erweiterten APV-Bewertungsgleichung zu keiner Fehlbewertung des Fremdkapitals. Es ist wiederholt zu betonen, dass es beim WACS nicht um die Bewertung des Fremdkapitals geht.³⁹ Die abweichende Bewertung des Fremdkapitals in den Berechnungen von *Meitner/Prengel* ergibt sich nur aufgrund der Prämisse, dass die Zahlungsströme an die Fremdkapitalgeber nach Ansicht von *Meitner/Prengel* stets mit den Fremdkapitalkosten nach CAPM zu diskontieren seien. Diese unbelegte Annahme lässt sich weder aus der Bewertungsliteratur noch aus den deutschen und österreichischen Bewertungsstandards ableiten. Festzuhalten ist, dass die erwartete bzw. geforderte Rendite von Fremdkapital in der Realität i.d.R. nicht nach dem CAPM definiert ist. Fremdkapitalgeber verlangen i.d.R. neben einer Vergütung für die Übernahme von systematischen Risiken i.S.d. CAPM auch Vergütungen für andere nicht durch das CAPM erklärbare Komponenten (z.B. für die Übernahme von unsystematischen Risiken, Liquiditäts- und Verwaltungskosten, Gewinnmarge). Dennoch ist einhellig mit der Standardbewertungstheorie und -praxis davon auszugehen, dass sich im Zeitpunkt der Kreditgewährung Nominalwert und Marktwert des Fremdkapitals entsprechen, wenn ein markt- und fremdüblicher Vertragszins und kein Disagio vereinbart wird. Die Bewertung des Fremdkapitals hat somit anhand der erwarteten bzw. geforderten Rendite der Fremdkapitalgeber zu erfolgen, die in der Realität nicht den Fremdkapitalkosten i.S.d. CAPM entsprechen muss. Die Berechnungen zum Fremdkapital von *Meitner/Prengel* führen zum Teil nicht nur zu völlig unplausiblen Ergebnissen, sondern

37 Vgl. dazu die Überleitung vom WACC-Verfahren auf das Equity-Verfahren in Enzinger, a.a.O. (Fn. 2), S. 23.

38 Dies erklärt auch, warum in den Berechnungen von Enzinger, a.a.O. (Fn. 2), S. 27, im Fall C bzw. Variante 3 ($a_{ys} = 0\%$) der Flow to Debt nur mehr mit dem risikolosen Zinssatz abgezinst worden ist: Wenn in einem vorgelagerten Schritt der Bewertung die Cashflows schon auf das Risikoniveau des CAPM angepasst worden sind, kann in einem nachgelagerten Bewertungsschritt die Diskontierung nur mehr anhand des CAPM erfolgen. Wenn der Credit Spread keine systematischen Komponenten beinhaltet ($a_{ys} = 0\%$), dann entsprechen die Fremdkapitalkosten laut CAPM dem risikolosen Zinssatz.

39 Vgl. dazu ausführlich Enzinger, BWP 2020 S. 78 (79).

Tab. 1: Anhang Berechnungsbeispiel im Fall C

Equity	$\beta_{FK} = \frac{r_{FK} - i_r}{MRP} = \frac{1,0\% - 1,0\%}{7,0\%} = 0,0 \quad \beta_v = \beta_u + (\beta_u - \beta_{FK}) \times \frac{FK}{EK} = 0,75 + (0,75 - 0,0) \times \frac{800}{272} = 2,9559$ $r_{EK_v} = i_r + MRP \times \beta_v = 1,0\% + 7,0\% \times 2,9559 = 21,6912\%$ $FTE = FCF - FK \times E(i_{FK}) + FK \times E(i_{FK}) \times s = 80 - 28 + 7 = 59$ $EK = \frac{FTE}{r_{EK_v} - g} = \frac{59}{21,6912\% - 0\%} = 272$
WACC	$WACC = r_{EK_v} \times \frac{EK}{EK + FK} + E(i_{FK}) \times (1 - s) \times \frac{FK}{EK + FK} = 21,6912\% \times \frac{272}{1.072} + 3,5\% \times (1 - 25\%) \times \frac{800}{1.072} = 7,4627\%$ $EK = \frac{FCF}{WACC - g} - FK = \frac{80}{7,4627\% - 0\%} - 800 = 272$
APV ohne WACS	$r_{EK_u} = i_r + MRP \times \beta_u = 1,0\% + 7,0\% \times 0,75 = 6,2500\%$ $EK = \frac{FCF}{r_{EK_u} - g} + \frac{FK \times E(i_{FK}) \times s}{r_{EK_u} - g} - FK = \frac{80}{6,25\% - 0\%} + \frac{800 \times 3,5\% \times 25\%}{6,25\% - 0\%} - 800 = 1.280 + 112 - 800 = 592$
APV mit WACS	$EK = \frac{FCF}{r_{EK_u} - g} + \frac{FK \times r_{FK} \times s}{r_{EK_u} - g} - \frac{FK \times [E(i_{FK}) - r_{FK}] \times (1 - s)}{r_{EK_u} - g} - FK = \frac{80}{6,25\% - 0\%} + \frac{800 \times 1,0\% \times 25\%}{6,25\% - 0\%} - \frac{800 \times (3,5\% - 1,0\%) \times (1 - 25\%)}{6,25\% - 0\%} - 800 = 1.280 + 32 - 240 - 800 = 272$
Meitner/Pregel	$FK = \frac{FK \times E(i_{FK})}{r_{FK}} = \frac{800 \times 3,5\%}{1,0\%} = 2.800$ $EK = \frac{FCF}{r_{EK_u} - g} + \frac{FK \times E(i_{FK}) \times s}{r_{EK_u} - g} - FK = \frac{80}{6,25\% - 0\%} + \frac{800 \times 3,5\% \times 25\%}{6,25\% - 0\%} - \frac{800 \times 3,5\%}{1,0\%} = 1.280 + 112 - 2.800 = -1.408$

Quelle: Eigene Darstellung

basieren anscheinend auch auf Prämissen, die nicht der Standardbewertungstheorie und -praxis entsprechen.

- Die von *Meitner/Pregel* behauptete Splitting bzw. fehlerhafte Risikozumessung des Flow to Debt beim „WACS-Ansatz“ gibt es nicht und beruht auf einem Missverständnis. Die Ursache für diese Fehlinterpretation der um den WACS erweiterten APV-Bewertungsgleichung liegt wohl darin, dass der mathematische und wirtschaftliche Hintergrund des WACS nicht bedacht worden ist. Wie gezeigt, wird bei der um den WACS erweiterten APV-Bewertungsgleichung der gesamte Flow to Debt mit einem risikoadäquaten Diskontierungssatz für das Fremdkapital abgezinst. Da es bei Anwendung des WACS zu keiner fehlerhaften Risikozumessung für Teile der Zinszahlungen kommt, kann es dadurch auch zu keiner Fehlbewertung des Fremdkapitals kommen.

Wie bereits von *Enzinger*⁴⁰ ausgeführt, ist es müßig, den WACS als Korrekturterm beim APV-Verfahren als solchen zu kritisieren, da sich dieser als bloße mathematische Folge der Annahmen zum Anteil des systematischen Risikos am erwarteten Credit Spread des Fremdkapitals ergibt. Es geht somit nicht um die Methodik oder Rechentechnik des WACS, der bisher allen Kritikpunkten standgehalten hat, sondern um die grundsätzliche Frage, ob der gesamte erwartete Credit-Spread systematische Risiken i.S.d. CAPM repräsentiert oder ob Teile des erwarteten Credit-Spread auch andere Komponenten beinhalten können. Diese Frage muss jede(r) Bewerter(in) im konkreten Bewertungsfall möglichst sachgerecht beurteilen. Kommt sie/er zum Ergebnis, dass der gesamte erwartete Credit Spread systematisch i.S.d. CAPM ist, stellt sich die Frage des WACS nicht. Ist es jedoch – vor allem bei der Bewertung von KMU – plausibler, dass der erwartete Credit Spread auch unsystematische Komponenten enthält, führt kein Weg am WACS vorbei, wenn das APV-Verfahren zum gleichen Bewertungsergebnis wie die anderen DCF-Verfahren führen soll.

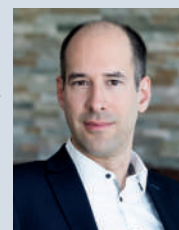
40 Enzinger, BWP 2020 S. 80.

Redaktionelle Hinweise:

Zu den diesem Beitrag vorausgehenden Ausführungen von *Meitner/Pregel* vgl. BWP 2024 S. 110 = BWP1468243.

WP/StB FH-Hon.Prof. MMag. Alexander

Enzinger, CVA, ist Senior Partner bei Rabel & Partner a Deloitte business sowie Mitglied des Fachsenats für Unternehmensbewertung der österreichischen Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen. Er lehrt an der Universität Graz und an der Fachhochschule CAMPUS 02 in Graz.



Martin Leitner, MA, CVA, ist Senior Manager bei Rabel & Partner a Deloitte business im Bereich Financial Advisory. Zu seinen Schwerpunkten in der Beratung zählen Unternehmensbewertungen, M&A-Advisory, Transaction Services sowie die betriebswirtschaftliche Beratung. Er ist darüber hinaus Fachvortragender.



StB Mag. Markus Pellet ist Partner und Geschäftsführer bei Rabel & Partner a Deloitte business. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Unternehmensbewertung, Mergers & Acquisitions sowie Financial Due Diligence. Er ist darüber hinaus Lehrbeauftragter an der Universität Graz.



Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Finanz- und Rechnungswesen

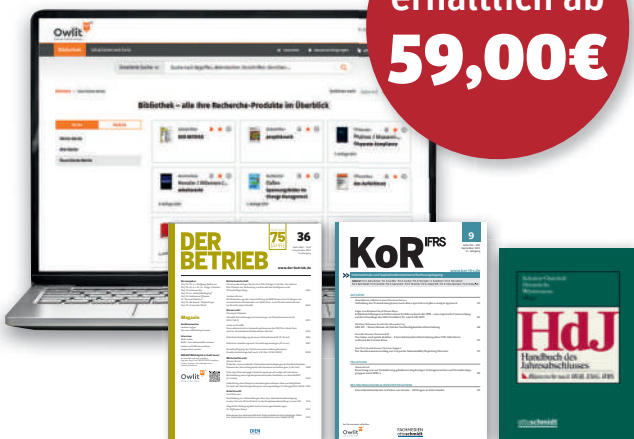


„Gibt es eine Datenbank, perfekt zugeschnitten auf Praktiker im Accounting? Eine zuverlässige Unterstützung bei den vielfältigen Anforderungen im Bereich Finanz- und Rechnungswesen?“

Ja, Owlit.

Erleichtern Sie sich Ihren Arbeitsalltag!

erhältlich ab
59,00€



In dem Bereich **Finanz- und Rechnungswesen** finden Sie Ihr persönliches wunschlos-glücklich-Modul zum besten Preis-/Leistungsverhältnis.

Sie recherchieren in den wichtigsten Werken der Verlage Fachmedien Otto Schmidt und Verlag Dr. Otto Schmidt.

Damit sind Sie immer auf der sicheren Seite und bleiben auf dem neusten Stand zu aktuellen Entwicklungen im Bereich Finanz- und Rechnungswesen. Außerdem haben Sie vollen Zugriff auf über 1,2 Mio. Urteile und über 550.000 Vorschriften aus dem EU-, Landes-, und Bundesrecht.

Erleichtern Sie sich Ihren Arbeitsalltag mit Owlit.



Jetzt 4 Wochen gratis nutzen!

www.owlit.de/gratis-rechnungswesen

oder QR-Code
scannen



*Lehren und
Lernen mit
Leidenschaft*

Certified Valuation Analyst (CVA) Ausbildung mit Auszeichnung auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung

CVA Termine 2025

Ort	Veranstaltungshotel	CVA-Training	CVA-Examen
Live Online (Zoom) – 2 Blöcke à 3 Tage (Mi.-Fr./Mo.-Mi.)		22.01.–24.01.2025 / 27.01.–29.01.2025	15.02.2025 (in Frankfurt)
Frankfurt	Hotel Frankfurt Messe by Melia	24.03.–28.03.2025	29.03.2025
Köln	Mercure Hotel Köln Belfortstrasse	19.05.–23.05.2025	24.05.2025
Hamburg	BARCELÓ Hotel Hamburg	23.06.–27.06.2025	28.06.2025
Berlin	Titanic Chaussee Hotel Berlin	25.08.–29.08.2025	30.08.2025
Wien	MAXX by Steigenberger Vienna	22.09.–26.09.2025	27.09.2025
München / Starnberg	Hotel Vier Jahreszeiten Starnberg	24.11.–28.11.2025	29.11.2025

Der CVA ist ein eigenständiger international anerkannter Qualifikationsnachweis für BewertungsProfessionals, den die European Association of Certified Valuators and Analysts (EACVA) seit 2005 etabliert hat.



Zielgruppe: alle Berufsgruppen, die sich mit Bewertungen beschäftigen, u.a.: Beteiligungsmanager, Controller, Corporate Finance-Berater, Finanzanalysten, Investmentmanager, M&A-Berater, Mitarbeitende im Rechnungswesen, Rechtsanwälte, Steuerberater, vereidigte Buchprüfer, Wirtschaftsprüfer, etc.

In der CVA-Trainingswoche vermitteln renommierte Bewertungsexperten – praxisnah, umfassend und kompetent – internationales und länderspezifisches Wissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung.

Weitere Informationen und Anmeldung: www.eacva.de/veranstaltungen/cva-trainingswoche

Ihr Kontakt zu uns:

Wir freuen uns auf Sie!



+49 (0)69 247 487 911



info@eacva.de



www.eacva.de / www.bewerterkonferenz.de