Crowe

Kleeberg

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q2

2025

Inhalt

Bewertungsmethode
Vereinfachtes Ertragswertverfahren nach dem Bewertungsgesetz

Kapitalkosten
Ansatz einer Länderrisikoprämie

Rechtsprechung
Signifikanzkriterien bei der Ableitung des Betafaktors

Literatur & Veranstaltungen
Weiterführend

Bewertungsmethode

Vereinfachtes Ertragswertverfahren nach dem Bewertungsgesetz

Für die Bewertung von Betriebsvermögen mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren gem. §§ 199 ff. BewG ist ein mehrstufiger Prozess erforderlich, um den gemeinen Wert des Bewertungsobjekts korrekt festzustellen.

Zunächst wird geprüft, ob das Betriebsvermögen **sogenannte Sonderbestandteile** enthält wie nicht notwendiges Betriebsvermögen (z.B. Kunstgegenstände (§ 200 Abs. 2 BewG)), Beteiligungen (§ 200 Abs. 3 BewG) oder junges Betriebsvermögen (§ 200 Abs. 4 BewG) (Vermögenswerte, die innerhalb der letzten zwei Jahre vor dem Bewertungsstichtag in den Betrieb eingelegt wurden). Diese Wirtschaftsgüter werden separat zum gemeinen Wert bewertet.

Zur Ermittlung des vereinfachten Ertragswerts wird anschließend der durchschnittliche Jahresertrag (§ 201 Abs. 1 BewG) ermittelt. Ausgangsbasis ist der Gewinn der letzten drei vor dem Bewertungsstichtag abgeschlossenen Wirtschaftsjahre (nach § 4 Abs. 1 S. 1 Einkommensteuergesetz (EStG)).

Im nächsten Schritt wird der Gewinn der jeweiligen Wirtschaftsjahre gem. § 202 Abs. 1 und 3 BewG um einmalige oder außergewöhnliche Posten bereinigt. Ziel ist es, einen normalisierten Durchschnittsgewinn zu ermitteln, der als Basis für die weitere Bewertung dient. Dieser Durchschnittswert wird anschließend mit dem gesetzlich festgelegten Kapitalisierungsfaktor von 13,75 (§ 203 Abs. 1 BewG) multipliziert, um den **kapitalisierten Ertragswert** zu berechnen. Bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen ist oftmals der **kalkulatorische Unternehmerlohn** (vgl. § 202 Abs. 1 S. 2 BewG) ein zentraler Korrekturposten im vereinfachten Ertragswertverfahren. Nicht selten wird der vereinfachte Ertragswert nach Berücksichtigung des kalkulatorischen Unternehmerlohns um einen siebenstelligen Betrag gemindert. Die Berücksichtigung des kalkulatorischen Unternehmerlohns dient der Sicherstellung einer rechtsformneutralen Bewertung, da Personengesellschaften anders als Kapitalgesellschaften keinen Unternehmerlohn steuerlich als Betriebsausgabe geltend machen können. Der Unternehmenswert einer Personengesellschaft wäre sonst nach oben verzerrt.

Im letzten Schritt wird der kapitalisierte Ertragswert um die Werte der zuvor gesondert bewerteten Bestandteile ergänzt. Das Ergebnis der Berechnungen ist der **vollständige Ertragswert des Betriebsvermögens**, der die gesetzlichen Anforderungen des Bewertungsgesetzes erfüllt.

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

i

Ansatz einer Länderrisikoprämie

International agierende Unternehmen respektive Konzerne sind mitunter in den verschiedensten Teilen der Erde tätig und somit mit ihren Investitionen in den einzelnen Ländern zusätzlichen länderspezifischen Risiken ausgesetzt. Die Bestimmung der Kapitalkosten eines Unternehmens erfolgt standardmäßig mit dem **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**. Allerdings bilden die Parameter des CAPM keine länderspezifischen Abweichungen hinsichtlich der Risikobeurteilung ab.

Die vorstehend aufgezeigte Lücke wird sowohl in der Theorie als auch in der Praxis durch Risikoprämien geschlossen, die sich an (z.T. unterschiedlich) entwickelten Kapitalmärkten beobachten lassen. Grundsätzlich sind für risikoreichere Kapitalmärkte entsprechende Risikoprämien zu bestimmen, die der tatsächlich zu erwartenden Risikosituation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung tragen. Der Länderrisikozuschlag muss c.p. genau der Differenz der für ein inländisches und ein ausländisches Unternehmen ermittelten Zinssätze entsprechen.

Zur Ableitung einer Länderrisikoanalyse existiert bisher weder in der Theorie noch in der Praxis ein allgemein anerkanntes Kapitalmarktmodell. Infolgedessen muss in der Bewertungspraxis auf einen **„pragmatischen" Ansatz** zur Ableitung einer Länderrisikoprämie zurückgegriffen werden.

Eine Länderrisikoanalyse kann bspw. mithilfe eines Länderratings durchgeführt werden, das eine Mischung aus qualitativen und quantitativen Methoden berücksichtigt. Ziel ist es, das Bonitätsrisiko eines Landes – also die Wahrscheinlichkeit, dass dieses seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt – zu bewerten. Dieses Risiko wird auch als **„sovereign risk"** bezeichnet. Ein erster Hinweis auf Länderrisiken kann durch den Vergleich von Risikoprämien auf Staatsanleihen gewonnen werden. Hierzu werden Zinssätze von Staatsanleihen des betreffenden Landes mit denen von sehr sicheren Staaten (Rating „AAA", z. B. Deutschland oder USA) verglichen.

Die mehr oder weniger pauschal ermittelten Risikoprämien können jedoch nicht ohne Weiteres für jede individuelle Unternehmensbewertung übernommen werden. Entscheidend ist, wie sich die darin berücksichtigten Faktoren aus den Bereichen – Wirtschaft, Gesellschaft und Politik – auf die künftigen finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auswirken. Daher weisen Länderrisikoprämien eher einen **unternehmensspezifischen Charakter** als einen exogen vorgegebenen Marktcharakter auf.

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

i

Signifikanzkriterien bei der Ableitung des Betafaktors

Im Rahmen von Unternehmensbewertungen wird der Kapitalisierungszinssatz in der Regel mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ermittelt. Der einzige unternehmensspezifische Parameter innerhalb des CAPM ist der Betafaktor. Dieser bringt das systematische Risiko des Bewertungsobjekts zum Ausdruck, das nicht durch Diversifikation reduziert werden kann. Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Betafaktors werden in der Rechtsprechung folgende Filterkriterien herangezogen: R^2 und t-Wert (statistische Filterkriterien; vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss vom 20.08.2018 (20 W 1/13)) sowie Bid-Ask-Spread und Free-float (Filterkriterien für die Liquidität; vgl. z.B. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2017 (21 W 75/15)).

Die Rechtsprechung deutscher Gerichte befasste sich in der Vergangenheit mehrfach mit dem Ansatz dieser **Signifikanzkriterien**. Hierbei ist jedoch keine einheitliche Auffassung der Gerichte erkennbar. So akzeptiert das OLG Frankfurt am Main in seinem Beschluss vom 20.11.2019 (21 W 77/14) den Verzicht auf die Anwendung der oben genannten statistischen Filterkriterien zugunsten der Liquiditätskennzahlen. Das OLG Stuttgart hält in seinem Beschluss vom 20.08.2018 (20 W 1/13) die Ablehnung eines originären Betafaktors aufgrund zu geringer statistischer Relevanz für nachvollziehbar.

Voraussetzung eines **aussagekräftigen** Betafaktors ist, dass sich die Aktienrenditen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen können; vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20.11.2019 (21 W 77/14) und OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018 (26 W 20/14). Die Messung dieser Anpassungsfähigkeit der zugrunde liegenden Aktie erfolgt durch die aufgezeigten Liquiditätskennzahlen.

Jedoch hat sich in der Rechtsprechung auch im Fall der Abgrenzung der Liquiditätskennzahlen bisher keine einheitliche Meinung in Form von fest definierten Grenzen zulässiger Signifikanzwerte herausgebildet. Nach Auffassung ergangener Rechtsprechung ist z.B. die Grenze, bis zu der der Bid-Ask-Spread auf eine hinreichende Liquidität hinweist, im Bereich von 1,25 % zu ziehen; vgl. LG München I, Beschluss vom 25.08.2023 (HK O 12034/21) und OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20.11.2019 (21 W 77/14).

Zusammenfassend sind Ansatz und Abgrenzung der Signifikanzkriterien des Betafaktors somit eine „nicht eindeutig zu beantwortende Wertungsfrage“. Daher ist die **Belastbarkeit** der Liquiditätskriterien unter allen Umständen des Einzelfalls zu prüfen; vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 (21 W 7/11).

i

OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 24.11.2011 (21 W 7/11), BeckRS 2012, 2278;
OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 26.01.2017 (21 W 75/15), BeckRS 2017, 111151;
OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018 (26 W 20/14), BeckRS 2018, 37140;
OLG Stuttgart, Beschluss vom 20.08.2018 (20 W 1/13), BeckRS 2018, 26695;
OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 20.11.2019 (21 W 77/14), BeckRS 2019, 37474;
LG München I, Beschluss vom 25.08.2023 (HK O 12034/21), BeckRS 2023, 53901.

Literatur & Veranstaltungen

Literatur

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

Zwirner/Busch
ED/2024/7 – vorgeschlagene Ergänzungen des IASB zur Equity-Methode, IRZ, 04/2025, S. 148-150.

Zwirner/Busch
Verabschiedung des DRSC AH 5 zu DRS 20, NaRp, 04/2025, S. 127 ff.

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

Zwirner/Schöffel
Die Funktionen der Planungsrechnung in der Unternehmensbewertung und -sanierung sowie in der Krisenfrüherkennung und Insolvenzprüfung, StuB, 7/2025, S. 273-274.

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

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

Veranstaltungen

Termin	Thema
08.07.2025	Stolperfallen Unternehmensbewertung
30.10.2025	Mandantenveranstaltung Kleeberg

Für Mandanten und Interessierte:

i

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

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

www.handbuch-unternehmensbewertung.de

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

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

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Informationen:

Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

www.kleeberg.de

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

© 06/2025. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

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