



UNTERNEHMENSBEWERTUNG

WP StB Dr. Klaus Rabel, CVA • Wien

Basiszins und Marktrisikoprämie nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7

» RWZ 2018/21

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (KSW) hat aufgrund der Beratungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung am 28. 11. 2017 eine neue Empfehlung zur Bestimmung des Basiszinses und der Marktrisikoprämie (KFS/BW 1 E 7) verabschiedet. Der Beitrag erläutert die wesentlichen Aussagen der Empfehlung.

1. Einleitung

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (KSW) hat aufgrund der Beratungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung am 28. 11. 2017 eine neue Empfehlung zur Bestimmung des Basiszinses und der Marktrisikoprämie (KFS/BW 1 E 7) verabschiedet. Die Empfehlung ist ab 1. 1. 2018 anzuwenden und ersetzt die Empfehlungen vom 18. 10. 2006 zum Basiszins und vom 4. 10. 2012 zur Marktrisikoprämie.

Während der Basiszins unverändert aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen mithilfe der *Svensson*-Formel abgeleitet werden soll, wird für die Marktrisikoprämie eine grundlegend neue Vorgangsweise empfohlen. Sie soll stichtagsabhängig aus einer Bandbreite für die erwartete nominelle Markttrendite abgeleitet werden.

Der Beitrag erläutert die wesentlichen Aussagen der Empfehlung, veranschaulicht ihre Anwendung und setzt sich mit dem theoretischen Hintergrund auseinander.

2. Basiszins

2.1. Vorgaben des Fachgutachtens und bisherige Empfehlung

Nach Rz 104 KFS/BW 1 ist bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen und der Basiszinssatz unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten.

Die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung hat am 18. 10. 2006 empfohlen, den Basiszinssatz aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen mithilfe der *Svensson*-Formel abzuleiten. Dies führt grundsätzlich zur Verwendung periodenspezifischer

Basiszinssätze in Höhe der laufzeitabhängigen Spot Rates. Für den Fall der unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens sah die Empfehlung jedoch beim damaligen Verlauf der Zinsstrukturkurve die vereinfachende Heranziehung der Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren als zulässige Näherung für einen einheitlichen, im Zeitablauf konstanten Basiszinssatz an. Auf der Homepage der KSW werden seither im Mitgliederbereich die zum jeweiligen Monatsende auf Basis der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen mithilfe der *Svensson*-Formel berechneten Spot Rates für Laufzeiten von 1–10 Jahren sowie für eine Laufzeit von 30 Jahren veröffentlicht.

Wenngleich die Vorgaben in Rz 104 KFS/BW 1 in Form der Orientierung an aktuellen Zinsstrukturkurven unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz konzeptionell mit jenen des deutschen Bewertungsstandards IDW S 1¹ übereinstimmten, wich die Umsetzung dieses Konzepts in Österreich von den deutschen Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW² zur Ermittlung eines einheitlichen Basiszinssatzes in mehrfacher Hinsicht ab. Entgegen den Empfehlungen des FAUB stellte die Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 18. 10. 2006 allein auf die Zinsstrukturkurve des Bewertungsstichtags, repräsentiert durch die jeweiligen Spot Rates, ab und sah weder die Heranziehung des Durchschnitts der Zinsstrukturkurven der drei Kalendermonate vor dem Monat des Bewertungsstichtages noch die Rundung des Basiszinssatzes auf die nächsten vollen 25 Basispunkte vor.³

Auch die gemäß FAUB in einem ersten Schritt vorgesehene Ermittlung eines barwertäquivalenten Zinssatzes für eine standardisierte, konstant wachsende Zahlungsreihe, bei dessen Anwendung der Barwert einer unendlichen Rente dem Barwert bei Diskontierung mit den periodenspezifischen, aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Spot Rates entspricht,⁴ war nach

1 IDW S 1 Rz 117.

2 FAUB, Ergänzende Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes, IDW-FN 2008, 490 f.

3 Zur unterschiedlichen Verarbeitung der Zinsstrukturkurven im Rahmen der Ableitung des Basiszinssatzes in den berufsständischen Empfehlungen in Österreich und Deutschland siehe *Ruiz de Vargas/Schüler in Seicht* (Hrsg), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2013 (2013) 167 ff.

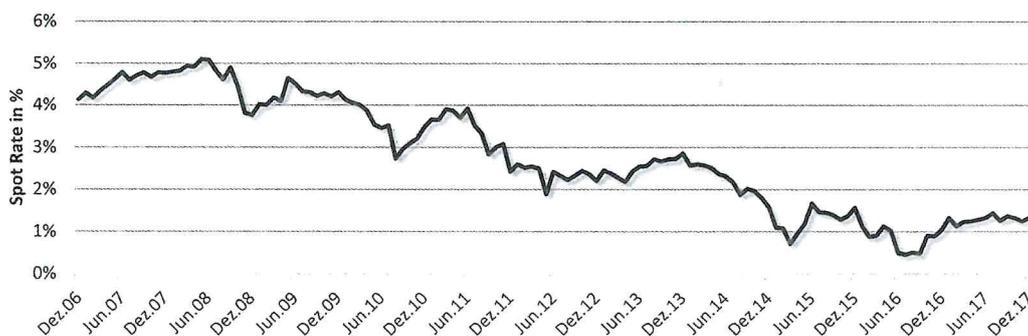
4 Zum Problem der sog Anschlussverzinsung siehe *Kruschwitz in Wagner/Schaffhauser-Linzatti* (Hrsg), FS Altenburger (2017) 165 ff.



der Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 18. 10. 2006 nicht vorgesehen. Die vereinfachende Orientierung an der stichtagsbezogenen Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren bewahrte die österreichische Bewertungspraxis in der jüngeren Vergangenheit vor jenen (mathematischen) Problemen, die das extrem niedrige Zinsniveau in Bezug auf die Ermittlung des barwertäquivalenten Zinssatzes in Deutschland mit sich brachte.⁵

2.2. Rückgang des Basiszinses im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise

Im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 kam es im Zuge der sich ab 2011 verschärfenden Staatsschuldenkrise zu einem starken Rückgang der Renditen deutscher Bundesanleihen und damit auch des Basiszinssatzes nach Rz 104 KFS/BW 1. Wie Abbildung 1 veranschaulicht, lag die aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen abgeleitete Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren Ende Juni 2011 noch bei 3,92 % und fiel zunächst innerhalb der folgenden 12 Monate auf 2,42 %. Nach einer darauffolgenden Seitwärtsentwicklung sank die Spot Rate ab Mitte 2014 erneut beträchtlich ab und erreichte zum 30. 9. 2016 mit nur noch 0,48 % den bisherigen Tiefststand.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 1: Entwicklung der Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren von 2006–2017

Zum 31. 12. 2017 betrug die 30-jährige Spot Rate 1,34 %. Abbildung 2 zeigt die aus den Daten deutscher Staatsanleihen mithilfe des Svensson-Verfahrens abgeleitete Zinsstrukturkurve zum 31. 12. 2017. Die Grafik zeigt, dass die Spot Rates für Laufzeiten bis zu sechs Jahren negative Werte aufwiesen.

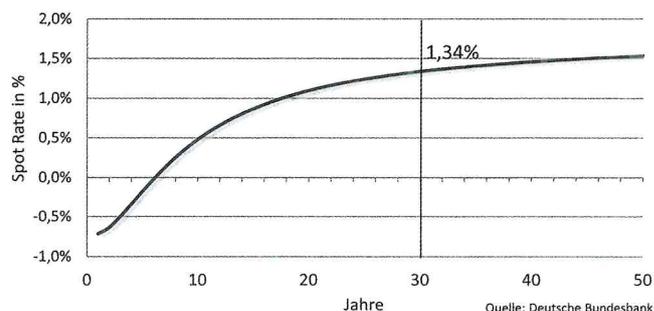


Abbildung 2: Zinsstrukturkurve zum 31. 12. 2017

2.3. Folgerungen aus dem historisch niedrigen Zinsniveau

Der Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen wurde maßgeblich durch den wegen zunehmender Volatilität der Kapitalmärkte beobachtbaren Wunsch nach Sicherheit („Safe Haven“)⁶ sowie durch massive geldpolitische Einflussnahmen von Zentralbanken („Quantitative Easing“) beeinflusst. Abgesehen von einer kurzfristigen Erholung im Jahr 2013 sind deutsche Staatsanleihen seit Ende 2011 durch negative Realverzinsungen gekennzeichnet.

Vor einem vergleichbaren Hintergrund ging die Bewertungspraxis in den USA vor einigen Jahren dazu über, die aktuellen Renditen von Staatsanleihen aufgrund der krisenbedingten Verzerrungen zu verwerfen und den risikolosen Zins „synthetisch“ bzw. „normalisiert“ als Summe aus der langfristigen realen Rendite von Staatsanleihen und der aktuellen langfristigen Inflationserwartung zu bestimmen.⁷ Auf dieser Grundlage wird etwa

⁵ Siehe dazu Knoll/Kruschwitz/Löffler, DB 2016, 2305 ff; Knoll/Kruschwitz/Löffler, BewP 2017, 63 f.

⁶ Vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 2012, 70 ff; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, 27 ff.

⁷ Vgl. Pratt/Grabowski, Cost of Capital⁵ (2014) 96 ff; Koller/Goedhart/Wessels, Valuation⁶ (2015) 274 ff; Duff & Phelps, 2017 Valuation Handbook (2017) 3-1 ff.

im 2017 Valuation Handbook von *Duff & Phelps* ein normalisierter Basiszins von 3,5 % für die USA als angemessen erachtet.⁸ Mit der Abwendung von dem als verzerrt eingestuften Stichtagszins wird bezweifelt, dass negative Realrenditen für quasi-sichere Anlagen langfristig in Kauf genommen werden und dass rationale Investoren in turbulenten Zeiten ihre Renditeforderungen erheblich senken.

Ungeachtet der beschriebenen Verzerrungen der Renditen von Staatsanleihen hielten die berufsständischen Empfehlungen in Österreich und Deutschland weiterhin an der Ableitung des Basiszinssatzes aus Zinsstrukturkurven deutscher Staatsanleihen fest. Aus der Kombination dieser zukunftsorientierten Ableitung des Basiszinssatzes mit einer stabilen, aus historischen (realisierten) Kapitalmarktdaten und damit vergangenheitsorientiert abgeleiteten Marktrisikoprämie resultierten allerdings Probleme.⁹ Unter der Annahme einer stabilen Marktrisikoprämie hätte das Absinken des risikolosen Zinssatzes zu einem deutlichen Anstieg der Unternehmenswerte führen müssen; dies war jedoch – wie *Zeidler/Tschöpel/Bertram*¹⁰ für das zweite Halbjahr 2012 gezeigt haben, bei den beobachtbaren Marktpreisen bzw Börsenkursen nicht festzustellen.¹¹ Die österreichische und deutsche Bewertungspraxis begegnete diesen Problemen mit einer Anhebung der Bandbreite für die Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) auf 5,5 % bis 7,0 % im Herbst 2012.

2.4. Basiszins nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7

Die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 hält an der zukunftsorientierten Ableitung des Basiszinses weiterhin fest. Ausgehend von der im Fachgutachten KFS/BW 1 Rz 104 verankerten Vorgabe, den Basiszinssatz unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve abzuleiten, wird es weiterhin als sachgerecht erachtet, den Basiszins – entsprechend der bisherigen Vorgangsweise – zukunftsorientiert aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen mithilfe der *Svensson*-Formel abzuleiten.

In Übereinstimmung mit der Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 18. 10. 2006 ist es nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 weiterhin zulässig, bei unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens die zum Bewertungsstichtag gültige Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren als Näherung für einen einheitlichen, im Zeitablauf konstanten Basiszins anzusetzen. Dies gilt nach der Empfehlung nicht nur für die Rentenphase, sondern auch für die Detailplanungs- und Grobplanungsphase. Der in der Empfehlung vom 18. 10. 2006 noch enthaltene Hinweis auf den damaligen Verlauf der Zins-

strukturkurve als Basis für diese Vereinfachung wurde in die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 nicht übernommen.

Da sich die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 weiterhin am reinen Stichtagszins orientiert, bleiben die oben dargelegten Unterschiede zu den Empfehlungen des FAUB des IDW¹² zur Ermittlung eines einheitlichen Basiszinssatzes in Deutschland unverändert aufrecht.

3. Marktrisikoprämie

3.1. Vorgaben des Fachgutachtens und bisherige Empfehlungen

Das Fachgutachten KFS/BW 1 enthält keine konkreten Hinweise zur Ableitung der Marktrisikoprämie, sondern verweist dazu in Rz 105 nur auf die einschlägigen Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft. Der Standard IDW S 1 enthält in Rz 118 ebenfalls nur einen abstrakten Hinweis auf die Möglichkeit der Ableitung von Risikoprämien aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM). Dennoch deckten sich die von der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung empfohlenen Bandbreiten zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor persönlichen Einkommensteuern) in der Vergangenheit regelmäßig mit jenen des FAUB.¹³ Im Hinblick auf die in Österreich kaum gegebene Bedeutung des Tax-CAPM¹⁴ verzichtete die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung allerdings stets auf Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern.

Synchron zu den Empfehlungen des FAUB hatte die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung zuletzt am 4. 10. 2012 der signifikanten Reduktion der Basiszinssätze aufgrund der sich verschärfenden Staatsschuldenkrise durch eine Anhebung der Bandbreite für die Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) auf 5,5 % bis 7,0 % Rechnung getragen. In der Empfehlung wurde festgehalten, dass die basierend auf historischen Daten (im Sinne von realisierten Renditen) ermittelte Marktrisikoprämie im damaligen Marktumfeld als zu niedrig einzustufen sei.

Unmittelbar zuvor hatte der FAUB mit Schreiben vom 19. 9. 2012 seine – heute noch gültige¹⁵ – Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor.

⁸ *Duff & Phelps*, aaO 3–25. *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 275, geben den „synthetischen“ risikolosen Zins mit 4,5 % an.

⁹ Vgl. *Gleißner*, BewP 2012, 130 ff; *ders.*, WPg 2014, 258 ff; *Kruschwitz*, aaO 164 ff.

¹⁰ Vgl. *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, aaO 70.

¹¹ So auch *Gleißner*, WPg 2014, 258.

¹² *FAUB*, Ergänzende Hinweise des FAUB zur Bestimmung des Basiszinssatzes, IDW-FN 2008, 490 f.

¹³ Vgl. *Franken/Köller* in *Kranebitter/Maier* (Hrsg.), Unternehmensbewertung für Praktiker³ (2017) 177.

¹⁴ Ausschlaggebend dafür ist, dass nach KFS/BW 1 Rz 84 bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften wegen annähernder Irrelevanz vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Steuern verzichtet werden kann (siehe dazu *Rabel*, RWZ 2009, 303 ff). KFS/BW 1 Rz 86 sieht für die Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften eine vergleichbare Verzichtsmöglichkeit unter Ansatz einer fiktiven Körperschaftsteuer vor.

¹⁵ Nach *Franken/Köller*, aaO 177, wurde in der 119. Sitzung des FAUB am 15. 7. 2015 kein Handlungsbedarf gesehen, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen.

koprämie entsprechend angepasst.¹⁶ Der FAUB begründete die Anhebung ua mit Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen sowie mit Marktbeobachtungen, Kapitalmarktstudien und implizit ermittelten Marktrisikoprämien, die eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahelegen.

3.2. Kritik und Lösungsansatz

Die im Jahr 2012 durch die berufsständischen Empfehlungen vollzogene Anhebung der Marktrisikoprämie schuf zwar praktikable Lösungen für die Bewertungspraxis, folgte jedoch keinem eindeutigen theoretischen Konzept.¹⁷ Auch wenn sich die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung in der Empfehlung vom 4. 10. 2012 ausdrücklich von der alleinigen Heranziehung historischer realisierter Renditen als Basis für die Ableitung der Marktrisikoprämie distanzierte, blieb offen, auf welchem theoretischen Fundament die erhöhte Bandbreite für die Marktrisikoprämie von 5,5 % bis 7,0 % fußte.

Theoretisch fundierte Vorschläge für Auswege aus der beschriebenen Problematik hat *Gleißner* unterbreitet.¹⁸ Dabei bildet die auf empirische Daten gestützte Annahme einer auf lange Sicht weitgehend konstanten erwarteten (realen) Rendite des Marktportfolios den Ausgangspunkt. Die Orientierung an der empirisch beobachtbaren Markttrendite (Total Market Return) kann als „Rückbesinnung“ auf den Ausgangspunkt des CAPM eingeordnet werden.¹⁹ Mit der These einer näherungsweise konstanten (realen) Rendite des Marktportfolios wird eine im Zeitablauf gegenläufige Entwicklung von Basiszins und Marktrisikoprämie (im Sinne einer negativen Korrelation) unterstellt, für die empirische Belege vorliegen.²⁰

Ausgehend von einer auf lange Sicht weitgehend konstanten erwarteten (realen) Markttrendite ist es nach *Gleißner* konsistent, stichtagsbezogene Werte sowohl des Basiszinssatzes als auch der Marktrisikoprämie festzulegen (Modell der zeitabhängigen Marktrisikoprämie). Im Rahmen eines alternativen Modells erachtet es *Gleißner* vor dem Hintergrund langfristig stabiler volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen auch als angemessen, vereinfachend alle drei Größen – (realer) Basiszins, Marktrisikoprämie und (reale) Rendite des Marktportfolios – als konstant anzusehen. In diesem Fall müsse aber der aktuell niedrige Basiszinssatz durch einen Zuschlag nach oben korrigiert werden.²¹

3.3. Marktrisikoprämie nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7

Aufbauend auf der in Österreich bereits im Jahr 2012 vollzogenen Abwendung von der ausschließlichen Orientierung an historischen (realisierten) Marktrisikoprämien sieht die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 nunmehr eine zeitabhängige Ableitung der Marktrisikoprämie aus der erwarteten Markttrendite vor und vollzieht damit einen Paradigmenwechsel. Konkret enthält die Empfehlung folgende Eckpunkte zur Ableitung der Marktrisikoprämie:

- *Zukunftsorientierte Bestimmung der Marktrisikoprämie:* In Rz 4 der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 wird klargestellt, dass die Marktrisikoprämie nach dem CAPM zukunftsorientiert als erwartete Marktrisikoprämie zu bestimmen ist. Anhaltspunkte für die Höhe der zum Bewertungsstichtag erwarteten Marktrisikoprämie können nach Ansicht der Arbeitsgruppe im derzeitigen Marktumfeld ua aus Erhebungen zu impliziten Marktrisikoprämien bzw impliziten Markttrenditen gewonnen werden.
- *Bandbreite für die erwartete Markttrendite:* Abweichend von den bisherigen Empfehlungen, die stets eine Bandbreite für die Höhe der Marktrisikoprämie – zuletzt 5,5 % bis 7,0 %²² – enthielten, wird nunmehr empfohlen, sich bei der Ableitung der Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) derzeit an einer Bandbreite für die erwartete nominelle Markttrendite von 7,5 % bis 9,0 % zu orientieren. Die Empfehlung lässt offen, aus welcher Datenbasis diese Bandbreite abgeleitet wurde.
- *Stichtagsbezogene Festlegung der Marktrisikoprämie:* Die Orientierung an der Markttrendite führt dazu, dass die Höhe der Marktrisikoprämie stichtagsbezogen unmittelbar von der Höhe des Basiszinssatzes abhängt. Niedrigere Basiszinsen führen zu entsprechend höheren Marktrisikoprämien und umgekehrt. Die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 bringt folgendes Beispiel zur Ableitung der Marktrisikoprämie:

U *Beispiel:* Zum Bewertungsstichtag beläuft sich der Basiszins auf 1,35 %. Aus der Differenz zwischen der erwarteten nominellen Markttrendite (Bandbreite von 7,5 % bis 9,0 %) und dem stichtagsbezogenen Basiszins von 1,35 % resultiert eine stichtagsbezogene Bandbreite für die erwartete Marktrisikoprämie von 6,15 % bis 7,65 %. Orientiert sich der Bewerter am Mittelwert der Bandbreite, beträgt die Marktrisikoprämie 6,90 %.

Mit der Empfehlung, die Marktrisikoprämie stichtagsbezogen aus der erwarteten nominellen Markttrendite abzuleiten, orientiert sich KFS/BW 1 E 7 konzeptionell am Modell der zeitabhängigen Marktrisikoprämie. Zu beachten ist, dass sich die Anpassung der Marktrisikoprämie gemäß KFS/BW 1 E 7 in Zeiten niedriger Basiszinsen bei Unternehmen mit höherem Risiko ($\beta > 1$) stärker auswirkt.²³ Diesem Phänomen sieht sich die Bewertungspraxis

¹⁶ Vgl *IDW*, FN-IDW 2012, 568 f.

¹⁷ *Gleißner*, WPg 2014, 264.

¹⁸ *Gleißner*, WPg 2014, 263 f.

¹⁹ So *Bertram/Castedello/Tschöpel*, CF 2015, 469 f.

²⁰ Vgl *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, aaO 78; *Bassemir/Gebhart/Ruffing*, WPg 2012, 889; *Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser*, WPg 2013, 382; *Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen*, WPg 2013, 957 f; *Gleißner*, WPg 2014, 263; *Bertram/Castedello/Tschöpel*, aaO 470; *Deutsche Bundesbank*, aaO 29.

²¹ Dies käme der oben beschriebenen Verwendung eines „synthetischen“ bzw „normalisierten“ Basiszinssatzes nahe.

²² Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 4. 10. 2012.

²³ Vgl *Gleißner*, WPg 2014, 263 f, der darin zutreffend einen Vorteil der alternativ vorgeschlagenen Anpassung des Basiszinssatzes erkennt.

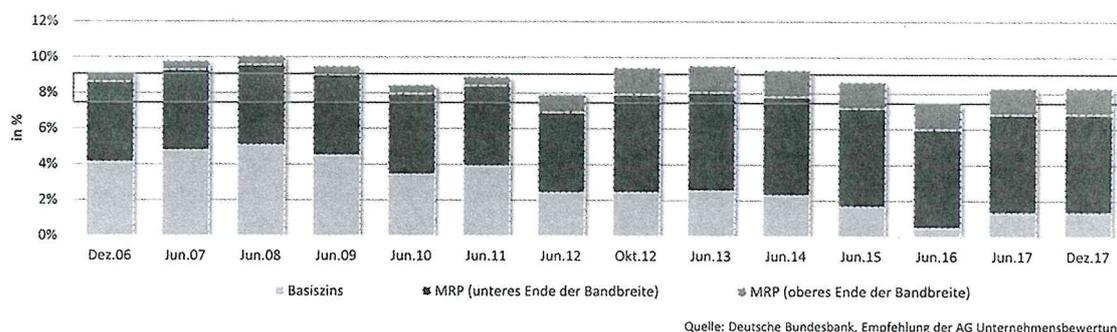


Abbildung 3: Rechnerische Markttrendite-Korridore auf Basis der Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung im Zeitraum 12/2006–12/2017

allerdings bereits seit der Anpassung der Marktrisikoprämie im Jahr 2012 ausgesetzt.

4. Würdigung

4.1. Materielle Auswirkungen

Mit der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 ändert sich zunächst die Technik der Ableitung der Marktrisikoprämie. Der wesentliche „technische“ Unterschied zur bisherigen Vorgangsweise besteht darin, dass KFS/BW 1 E 7 nun eine Bandbreite für die Markttrendite empfiehlt, aus der der Korridor für die Marktrisikoprämie durch Abzug des Basiszinssatzes stichtagsbezogen errechnet werden kann, und nicht mehr unmittelbar eine Bandbreite für die Marktrisikoprämie.

Die neue Technik bedeutet noch nicht zwingend, dass aus ihrer Anwendung auch materiell abweichende Ergebnisse für die Marktrisikoprämie resultieren. Bedenkt man, dass in der Bewertungspraxis in Deutschland und Österreich aufgrund des gegenüber 2012 weiter gesunkenen Niveaus des Basiszinssatzes in der jüngeren Vergangenheit tendenziell auch Marktrisikoprämien im Bereich der oberen Hälfte der empfohlenen Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % festgelegt wurden,²⁴ führt die Vorgehensweise nach KFS/BW 1 E 7 derzeit zu ähnlichen Ergebnissen, wenn man sich am Mittelwert der Bandbreite für die Markttrendite (8,25 %) orientiert. Zieht man etwa die zum 31. 1. 2018 ermittelte Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren iHv 1,38 % von diesem Mittelwert ab, errechnet sich eine Marktrisikoprämie von 6,87 %, die am oberen Ende des früheren Korridors von 5,5 % bis 7,0 % liegt.

Nach der Empfehlung KFS/BW 1 E 7 sind allerdings zum Stichtag 31. 1. 2018 grundsätzlich auch deutlich über dem früheren Korridor liegende Marktrisikoprämien zulässig. Denn bei Orientierung an der Obergrenze der Bandbreite für die Markttrendite (9,0 %) nach KFS/BW 1 E 7 würde die Marktrisikoprämie zu diesem Stichtag 7,62 % betragen.

Abbildung 3 oben zeigt die Entwicklung des Korridors für die Markttrendite (Total Market Return), die sich auf Basis der Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung im Zeitraum vom 31. 12. 2006–31. 12. 2017 aus der Addition des (stich-

tagsbezogenen) Basiszinses und der jeweils empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie errechnet hat.

Es zeigt sich, dass der nunmehrige Korridor für die erwartete Markttrendite gemäß KFS/BW 1 E 7 von 7,5 % bis 9,0 % zu den meisten beobachteten Zeitpunkten die aus den früheren Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung errechneten Markttrendite-Korridore überwiegend einschloss. Dies kann auch als Indiz dafür gewertet werden, dass die neue Empfehlung in absehbarer Zukunft keine wesentlichen materiellen Änderungen nach sich zieht, wenngleich in konzeptioneller Hinsicht ein völlig neuer Weg beschritten wird.

Aus konzeptioneller Sicht ist hervorzuheben, dass die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 ein klares Bekenntnis zum Erfordernis der Zukunftsbezogenheit der nach dem CAPM zu ermittelnden Marktrisikoprämie enthält.²⁵ Die Abwendung von der bis dahin vorherrschenden Praxis, allein historische (realisierte) Marktrisikoprämien als geeigneten Schätzer für die erwartete Marktrisikoprämie heranzuziehen, wurde allerdings – wie dargelegt – bereits mit der Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung vom 4. 10. 2012 aufgrund signifikant gesunkener Basiszinssätze vollzogen. Neu ist schließlich die ausdrückliche Bezugnahme auf implizite Markttrenditen und die daraus ableitbaren impliziten Marktrisikoprämien als Anhaltspunkte für die Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie.

4.2. Renditekorridor

Die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 lässt offen, nach welchen konkreten Kriterien der Korridor für die nominelle Markttrendite festgelegt wurde. Nach dem Wortlaut der Empfehlung können Anhaltspunkte dafür im derzeitigen Marktumfeld ua aus Erhebungen zu impliziten Marktrisikoprämien bzw impliziten Markttrenditen gewonnen werden. Die Bezugnahme auf das derzeitige Marktumfeld lässt darauf schließen, dass veränderte Marktbedingungen eine Anpassung des Renditekorridors nach sich ziehen können. Aus dem Wortlaut ergibt sich aber auch, dass implizite Markttrenditen bzw implizite Marktrisikoprämien nicht als einzige Informationsquelle angesehen werden.

24 Vgl Franken/Köller, aaO 177.

25 Zum Erfordernis der Zukunftsbezogenheit vgl Kruschwitz, aaO 152 ff.

Konkrete Aussagen zu einer langfristig erwarteten realen Rendite des Marktportfolios finden sich in der Empfehlung nicht. Empirische Erhebungen liefern unterschiedliche Anhaltspunkte für reale Marktrenditen. Auf Basis langfristiger Studien zu historischen Kapitalmarktdaten schätzt *Gleißner* die reale Langfristrendite des Marktportfolios auf ca 5,5 % bis 6,0 %.²⁶ Für die USA haben *Koller/Goedhart/Wessels* unter vereinfachenden Annahmen erhoben, dass die implizit erwartete (reale) Marktrendite der S&P 500-Aktien im Zeitraum 1962–2013 in einem relativ engen Korridor um den Durchschnittswert von ca 7 % schwankte.²⁷ Nach *Bertram/Castedello/Tschöpel*²⁸ lag die durchschnittliche implizit erwartete Realrendite des DAX im Zeitraum 2000–2015 ebenfalls bei ca 7 % und damit nach Ansicht der Autoren im Korridor historischer Realrenditen für Zeiträume von 1955–2003 und von 1988–2014. Deutlich verhaltener fielen hingegen die Prognosen des McKinsey Global Institute aus, wonach für den 20-jährigen Zeitraum von 2016–2035 für westeuropäische Aktien Realrenditen von nur 4,5 % bis 5,0 % (im sog „Slow Growth Scenario“) bzw von 5,0 % bis 6,0 % (im sog „Growth Recovery Scenario“) zu erwarten sind, die erheblich unter den angegebenen historischen Werten (5,7 % im Zeitraum 1965–2014 bzw 7,9 % im Zeitraum 1985–2014) liegen.²⁹

Bereinigt man die durch KFS/BW 1 E 7 empfohlene Bandbreite für die nominelle Marktrendite vereinfachend um eine langfristige Inflationserwartung der EZB von rd 2,0 %, lässt sich daraus auf einen Korridor für die reale Langfristrendite des Marktportfolios von ca 5,5 % bis 7,0 % schließen, der die Bandbreite der zitierten Schätzungen – mit Ausnahme der pessimistischeren Prognosen des McKinsey Global Institute – abdeckt.

Im Hinblick auf die ausdrückliche Bezugnahme in KFS/BW 1 E 7 wird im Folgenden näher auf Ergebnisse von Erhebungen zu impliziten Marktrenditen eingegangen. Die daraus jeweils resul-

4.3. Implizite Marktrenditen

Da auch die Ermittlung der Marktrisikoprämie mithilfe von historischen Kapitalmarktdaten mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist und zahlreiche, zum Teil ungelöste Fragen aufwirft,³⁰ gewinnt die Schätzung der erwarteten Eigenkapitalkosten mithilfe zukunftsorientierter Verfahren zunehmend an Bedeutung. Zu diesen zukunftsorientierten Verfahren zählt insb die analytische Ermittlung impliziter Eigenkapitalkosten mit Ex-Ante-Modellen, die sich auf Gewinnprognosen von Finanzanalysten sowie aktuelle Börsenkurse stützen. Aus diesen Daten werden die impliziten Eigenkapitalkosten auf Basis von Annahmen, insb zu erwarteten Wachstumsraten, mithilfe unterschiedlicher Verfahren (Dividendendiskontierungsmodelle, Gewinnkapitalisierungsmodelle und Residualgewinnmodelle) errechnet.³¹

Gegen die Verwendung von Ex-Ante-Modellen zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten bestehen Einwendungen, die sich auf Spielräume aufgrund ihrer Abhängigkeit vom gewählten Modell sowie von der Qualität der Schätzungen der Finanzanalysten, auf vereinfachende Annahmen zur Wachstumsrate und auf die Aussagekraft der Börsenkurse beziehen.³² Im Lichte der Schwierigkeiten, die sich bei der Ermittlung historischer (realisierter) Marktrisikoprämien auftun, und ihrer eingeschränkten Aussagekraft³³ sind diese Einwendungen zu relativieren.³⁴ Zudem müssen bei der Beurteilung dieser Vorbehalte auch Gegenargumente berücksichtigt werden.³⁵ Ex post feststellbare systematische Verzerrungen in den Analystenschätzungen etwa wären irrelevant, solange sie die (Ex-ante-)Erwartungen der Investoren reflektieren.³⁶

In der Folge werden die Ergebnisse empirischer Erhebungen zu impliziten Marktrenditen in Österreich und deren Entwicklung im Zeitraum 1999–2017 dargestellt. Die nachstehende bersicht gibt an, welche Studien³⁷ in die Analyse einbezogen wurden.

Studien zu impliziten Marktrenditen Österreich

Autoren	Untersuchungszeitraum	Marktportfolio	Quelle
Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen	12/1999 - 12/2017	aktuell 35 Unternehmen	www.marktrisikoprämie.de; CF 2017, S. 226-233
KPMG	12/2005 - 12/2017	ATX-prime	KPMG International Valuation Newsletter Q1/2018, abrufbar unter www.kpmg.at
Baumüller/Kroner	09/2006 - 09/2013	ATX	RWZ 2014, S. 235-242
Value Trust/finexpert/JKU	12/2011 - 06/2017	ATX	www.firmvaluation.center

tierenden impliziten Marktrisikoprämien werden ausgeklammert, da sie aufgrund ihrer Stichtagsabhängigkeit entscheidend vom Erhebungszeitpunkt und von der Definition des risikolosen Zinses abhängen.

²⁶ Vgl *Gleißner*, WPg 2014, 262 f.

²⁷ Vgl *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 277.

²⁸ Vgl *Bertram/Castedello/Tschöpel*, aaO 472.

²⁹ Vgl *McKinsey Global Institute*, Diminishing returns: Why investors need to lower their expectations (2016) 26 (abrufbar unter www.mckinsey.com/mgi).

³⁰ Vgl *Ballwieser/Hachmeister*, Unternehmensbewertung⁵ (2016) 104 ff; *Dörschell/Franken/Schulte*, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung² (2012) 94 ff.

³¹ Vgl *Dörschell/Franken/Schulte*, aaO 92 f; *Ballwieser/Hachmeister*, aaO 126; *Aders/Aschauer/Dollinger*, RWZ 2016, 195 ff; *Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen*, CF 2017, 226 ff.

³² Vgl *Ballwieser* in *Schneider/Rückle/Küpper/Wagner* (Hrsg), FS Siegel (2005) 321–337; *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel*, WPg 2006, 1017; *Dörschell/Franken/Schulte*, aaO 93 f; *Ballwieser/Hachmeister*, aaO 126.

³³ Vgl *Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen*, aaO 226 ff.

³⁴ So im Ergebnis auch *Ballwieser/Hachmeister*, aaO 129; *Bertram/Castedello/Tschöpel*, aaO 470 f; *Aders/Aschauer/Dollinger*, aaO 201.

³⁵ Vgl *Bertram/Castedello/Tschöpel*, aaO 470.

³⁶ Vgl *Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen*, aaO 228.

³⁷ Zu den Studien von ValueTrust/finexpert/JKU siehe *Aders/Aschauer/Dollinger*, aaO 195 ff; *Aschauer/Dollinger*, RWZ 2017, 120 ff.



Abbildung 4 veranschaulicht Ergebnisse der Erhebungen zu impliziten Markttrenditen für den österreichischen Kapitalmarkt. In der Grafik werden grundsätzlich nur die für das jeweilige Jahresende ermittelten Markttrenditen wiedergegeben. Für 2017 werden zusätzlich die zum Ende des ersten Halbjahres ermittelten Markttrenditen gezeigt.

BW 1 E 7 einen Paradigmenwechsel, unterstreicht die Zukunftsbezogenheit der nach dem CAPM zu ermittelnden Kapitalkosten und stellt die in Österreich bereits im Jahr 2012 eingeleitete Abwendung von der ausschließlichen Orientierung an historischen (realisierten) Markttrisikoprämien auf ein konsistentes theoretisches Fundament. Die ausdrückliche Bezugnahme

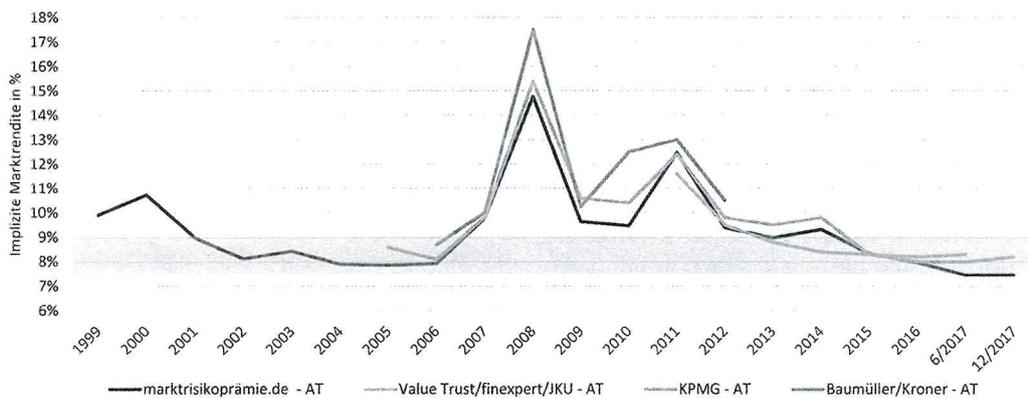


Abbildung 4: Implizite Markttrenditen Österreich 1999–2017

Die Darstellung zeigt, dass die durch die verschiedenen Studien erhobenen Markttrenditen, bezogen auf einzelne Stichtage, zum Teil erheblich voneinander abweichen. Dennoch lassen sich im Zeitablauf einheitliche Trends erkennen. So kam es im Zeitraum von 2008–2012 aufgrund der Verwerfungen durch die Finanz- und Wirtschaftskrise zu einem signifikanten Anstieg der Renditeerwartungen. Klammert man diesen Zeitraum aus, zeigt sich, dass sich die impliziten Markttrenditen in Österreich in etwa innerhalb des von KFS/BW 1 E 7 vorgeschlagenen (und in der Grafik grau hinterlegten) Korridors für die zu erwartende Markttrendite von 7,5 % bis 9,0 % bewegten. Zum Ende des Jahres 2017 beliefen sich die für Österreich erhobenen impliziten Markttrenditen auf 8,2 % (KPMG) bzw 7,5 % (marktrisikoprämie.de) und lagen somit in der unteren Hälfte des von KFS/BW 1 E 7 vorgeschlagenen Korridors. In Verbindung mit der Entwicklung der impliziten Markttrenditen in den letzten Jahren könnte dies für aktuelle Bewertungsfälle in Österreich für eine Festlegung der Markttrendite unterhalb des Mittelwerts der vorgeschlagenen Bandbreite sprechen.

5. Zusammenfassung

Mit der zeitabhängigen Ableitung der Markttrisikoprämie aus der erwarteten Markttrendite vollzieht die Empfehlung KFS/

auf implizite Markttrenditen und daraus resultierende implizite Markttrisikoprämien bestätigt die zunehmende Bedeutung der zukunftsorientierten Ableitung von Eigenkapitalkosten, für die vermehrt empirische Grundlagen geschaffen werden. Abzuwarten bleibt, wie sich die neue Vorgehensweise in der Bewertungspraxis bewährt und welchen Einfluss die weitere Entwicklung des Marktumfelds auf die vorgeschlagene Bandbreite für die Markttrendite haben wird.



Der Autor:

Dr. Klaus Rabel ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, CVA (EACVA) und geschäftsführender Gesellschafter der Rabel & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft, Graz. Er ist stv. Vorsitzender des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, Leiter der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung sowie Autor zahlreicher Fachpublikationen zur Unternehmensbewertung und zum Umgründungssteuerrecht.

✉ klaus.rabel@rabelpartner.at

🌐 lesen.lexisnexis.at/autor/Rabel/Klaus

Foto: Ateiler Jungwirth

Die „Empfehlung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhandler zu Basiszins und Markttrisikoprämie KFS/BW 1 E 7“ vom 28. 11. 2017 ist abrufbar auf der Homepage der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer unter www.ksw.or.at.