

Empfehlung

des **Fachsenats für Betriebswirtschaft** der **Kammer der Wirtschaftstreuhänder** zu

Basiszins und Marktrisikoprämie

(beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft am 28. November 2017 als Empfehlung KFS/BW 1 E 7)

| Inhaltsverzeichnis | Seite |
|---|--------------|
| 1. Vorbemerkung | 2 |
| 2. Fachgutachten KFS/BW 1 | 2 |
| 3. Empfehlung..... | 2 |
| 4. Anwendungszeitpunkt..... | 3 |
| 5. Weiterführende Literatur und empirische Erhebungen..... | 3 |

1. Vorbemerkung

- (1) Der Fachsenat für Betriebswirtschaft gibt die Empfehlung zu Basiszins und Marktrisikoprämie aufgrund der Beratungen in der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung heraus.

2. Fachgutachten KFS/BW 1

- (2) 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. Zur Höhe der Marktrisikoprämie wird in Rz 105 KFS/BW 1 auf die einschlägigen Empfehlungen der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung verwiesen.

3. Empfehlung

- (3) Die Arbeitsgruppe hält es für sachgerecht, entsprechend der bisherigen Vorgangsweise den Basiszinssatz zukunftsorientiert aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen mit Hilfe der Svensson-Formel abzuleiten. Diese Vorgangsweise führt grundsätzlich zu periodenspezifischen Basiszinssätzen, die in die Bestimmung der (periodenspezifischen) Eigenkapitalkosten einfließen. Bei unbegrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erachtet die Arbeitsgruppe die vereinfachende Heranziehung der Spot Rate mit einer Laufzeit von 30 Jahren als Näherung für einen einheitlichen, im Zeitablauf konstanten Basiszinssatz weiterhin als zulässig. Dies gilt sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die Grobplanungs- und Rentenphase. Auf die monatliche Veröffentlichung aus der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen abgeleiteter Spot Rates im Mitgliederbereich der Homepage der KWT (www.kwt.or.at) wird hingewiesen.
- (4) Nach dem CAPM ist die Marktrisikoprämie zukunftsorientiert als erwartete Marktrisikoprämie zu bestimmen. Nach Ansicht der Arbeitsgruppe können Anhaltspunkte für die Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie im derzeitigen Marktumfeld u.a. aus Erhebungen zu sog. impliziten Marktrisikoprämien bzw. impliziten Markttrenditen gewonnen werden. Implizite Marktrisikoprämien werden grundsätzlich stichtagsbezogen aus den Marktpreisen börsennotierter Unternehmen und den Markterwartungen (Analystenschätzungen) für zukünftige Gewinne abgeleitet. Die implizit erwartete Marktrisikoprämie wird dabei als Differenz zwischen der erwarteten (impliziten) Rendite eines Aktienportfolios (implizite Markttrendite) und dem Basiszins ermittelt.
- (5) Die Arbeitsgruppe hält es für sachgerecht, sich derzeit bei der Festlegung der erwarteten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) an einer Bandbreite für die erwartete nominelle Markttrendite von 7,5% bis 9,0% zu orientieren. Die erwartete Marktrisikoprämie ist auf dieser Grundlage in Abhängigkeit vom Basiszins stichtagsbezogen festzulegen, woraus in Zeiten niedriger Basiszinssätze entsprechend höhere Marktrisikoprämien resultieren (und umgekehrt).

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%.

- (6) Dem Wirtschaftstreuhand steht es nach wie vor frei, im Hinblick auf seine eigenverantwortliche Beurteilung für den jeweiligen Einzelfall zusätzliche Überlegungen anzustellen.
- (7) Diese Empfehlung ersetzt die Empfehlungen vom 18. Oktober 2006 zum Basiszinsatz und vom 4. Oktober 2012 zur Marktrisikoprämie.

4. Anwendungszeitpunkt

- (8) Diese Empfehlung ist ab 1. Jänner 2018 wirksam; eine vorzeitige Anwendung wird empfohlen.

5. Weiterführende Literatur und empirische Erhebungen

- Aders/Aschauer/Dollinger*, Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt, RWZ 2016, 195-202
- Aschauer/Dollinger*, Die Ermittlung von Eigenkapitalkosten durch die empirische Messung von impliziten Branchenrenditen – ein alternatives Kapitalkostenkonzept?, RWZ 2017, 120-125
- Ballwieser/Friedrich*, Peers, Marktrisikoprämie und Insolvenzrisiko: Einige Anmerkungen zu drei Problemen der Unternehmensbewertung, CF 2015, 449-457
- Baumüller/Kroner*, Bestimmung impliziter Marktrisikoprämien für den österreichischen Kapitalmarkt, RWZ 2014, 235-242.
- Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, Zur Diskussion um die (Nicht-)Berücksichtigung der Finanz- und Schuldenkrisen bei der Ermittlung der Kapitalkosten, WPg 2012, 882-892
- Berg/Heigermoser/Kaserer/Kittlauss/Willershausen*, Schätzung erwarteter Marktrisikoprämien mittels impliziter Kapitalkosten, BewP 2017, 226-233.
- Bertram/Castedello/Tschöpel*, Überlegungen zur Marktrendite und zur Marktrisikoprämie, CF 2015, 468-473
- Beumer*, Implizite Marktrisikoprämien – Konsistente Ermittlung und Anwendung, CF 2015, 330-344.
- Castedello/Schöniger*, Kapitalkosten im Spannungsfeld zwischen Rendite und Risiko, CF 2016, 35-37
- Deutsche Bundesbank*, Bewertungsniveau am Aktienmarkt – Theoretische Grundlagen und Weiterentwicklung von Kennzahlen, Monatsbericht April 2016, 68. Jahrgang, Nr. 4
- Duff & Phelps*, Valuation Handbook, Chicago 2016
- Fenebris GbR - Expertenzirkel Unternehmensbewertung*, www.marktrisikoprämie.de
- Gleißner*, Der Mythos der Objektivierung bei der Bestimmung objektivierter Werte: Das Durcheinander von Zukunft und Vergangenheit, BewP 2012, 130-132
- Gleißner*, Die Marktrisikoprämie: stabil oder zeitabhängig?, WPg 2014, 258-264
- Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser*, Analystenschätzungen und zeitvariable Marktrisikoprämien – Eine Betrachtung der europäischen Kapitalmärkte, WPg 2013, 365-383
- Knoll/Kruschwitz/Löffler*, Der Basiszins im Renditetief: The Big Bang, DB 2016, 2305-2307
- Koller/Goedhart/Wessels*, Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 6th ed., Hoboken 2015 (bis zur 3. Auflage veröffentlicht von *Copeland/Koller/Murrin*)
- McKinsey Global Institute*, Diminishing Returns: Why Investors May Need to Lower Their Expectations, Mai 2016, www.mckinsey.com
- Pratt/Grabowski*, Cost of Capital: Applications and Examples, 5th Edition, Hoboken, New Jersey 2014

Ruiz de Vargas/Zollner, Einfluss der Finanzkrise auf Parameter der Unternehmensbewertung, BewP 2010, 2-12

ValueTrust/finexpert/JKU, DACH Capital Market Study – 30 June 2017, www.firmvaluation.center

Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lencker/Willershausen, Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, WPg 2013, 948-959.

Zeidler/Tschöpel/Bertram, Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise: Überlegungen zu empirischen Kapitalmarktparametern in Unternehmensbewertungskalkülen, CF 2012, 70-80