



AKTUELLES

Univ.-Prof. Dr. Klaus Rabel

Unternehmensbewertung: Neuer Anwendungshinweis zur Bandbreite für die Markttrendite

» RWZ 2022/50

Die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung hat am 5. Oktober 2022 die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 zu Basiszins und Marktrisiko-prämie um einen Anwendungshinweis ergänzt, der sich auf die Bandbreite für die erwartete nominelle Markttrendite bezieht. Seit Ende 2017 sieht die Empfehlung KFS/BW 1 E 7 in Rz (5) dafür einen Korridor von 7,5 % bis 9,0 % vor. Mit dem Anwendungshinweis reagiert die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung auf die seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges eingetretenen Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die aktuellen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten.

Der Anwendungshinweis verweist zunächst darauf, dass aktuelle Erhebungen¹ zeigen, dass die impliziten Markttrenditen auf europäischen Kapitalmärkten in den letzten Monaten angestiegen sind und derzeit zum Teil deutlich über der Obergrenze der empfohlenen Bandbreite für die erwartete nominelle Markttrendite liegen. Auch auf die deutliche Erhöhung des Basiszinses und der langfristigen Inflationserwartungen seit dem Beginn des Jahres 2022 wird hingewiesen. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Basiszinses,² der langfristigen Inflationserwartungen³ und der impliziten Markttrenditen⁴ für die Aktienindices ATX, DAX, EURO STOXX und STOXX Europe 600 seit dem Jahr 2018.

Siehe Abbildung auf Seite 288.

Zum 30. September 2022 belief sich der Basiszins auf 2,07 % und lag damit um knapp 200 Basispunkte über dem Niveau zu Jahresbeginn. Die langfristige Inflationserwartung sank bis zum Frühjahr 2020 auf unter 1,0 %, stieg aber in der Folge deutlich an und liegt seit dem Frühjahr 2022 über dem Wert von 2,0 %. Der Anstieg der impliziten Markttrenditen in den letzten Monaten resultierte aus deutlichen Rückgängen der Börsenkapitalisierung,

während die Gewinnschätzungen von Analysten durch eine Seitwärts- oder sogar Aufwärtsbewegung gekennzeichnet waren.⁵ Die Abbildung zeigt, dass das absolute Niveau der erhobenen impliziten Markttrenditen und dessen Entwicklung im Zeitablauf auch wesentlich davon abhängen, welcher Referenzindex als relevantes Marktportfolio herangezogen wird. Im Vergleich zum DAX, zum EURO STOXX und zum STOXX Europe 600 sind für den ATX aktuell die höchsten impliziten Markttrenditen zu beobachten. Dies lässt sich allerdings im gegebenen wirtschaftlichen Umfeld auch auf den spezifischen Branchen-Mix des ATX und dessen Abhängigkeit von einzelnen Titeln zurückführen.

Nach dem Anwendungshinweis tragen die aktuell erhöhten Inflationserwartungen zu einem Anstieg der nominellen Renditeforderungen von Investoren bei. Unklar ist nach dem Anwendungshinweis jedoch, ob die in die Berechnung der impliziten Markttrenditen einfließenden Ertragserwartungen von Analysten die sich derzeit sehr dynamisch verändernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bereits vollständig reflektieren.

Aufgrund dieser Faktoren kann es nach dem Anwendungshinweis im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld sachgerecht sein, bei der Festlegung der erwarteten Marktrisikoprämie von einer nominellen Markttrendite auszugehen, die die Obergrenze dieser Bandbreite überschreitet. Ob und in welchem Ausmaß eine Überschreitung des Korridors für die Markttrendite sachgerecht ist, hängt nach dem Anwendungshinweis von der zum Bewertungsstichtag zu erwartenden Entwicklung von Faktoren ab, die die nominellen Renditeforderungen von Investoren beeinflussen. Im Hinblick auf die aktuell stark divergierenden impliziten Markttrenditen wird dabei meines Erachtens auch der Auswahl des zweckadäquaten Referenzindex besondere Bedeutung zukommen.

In Deutschland gilt aktuell der nach dem Ausbruch des Ukraine-Krieges veröffentlichte Fachliche Hinweis des FAUB des IDW vom 20. März 2022, der für die Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) eine Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vorsieht, allerdings noch unter Orientierung an nominellen Markttrenditen in einer Größenordnung von 7,0 % bis 9,0 %.

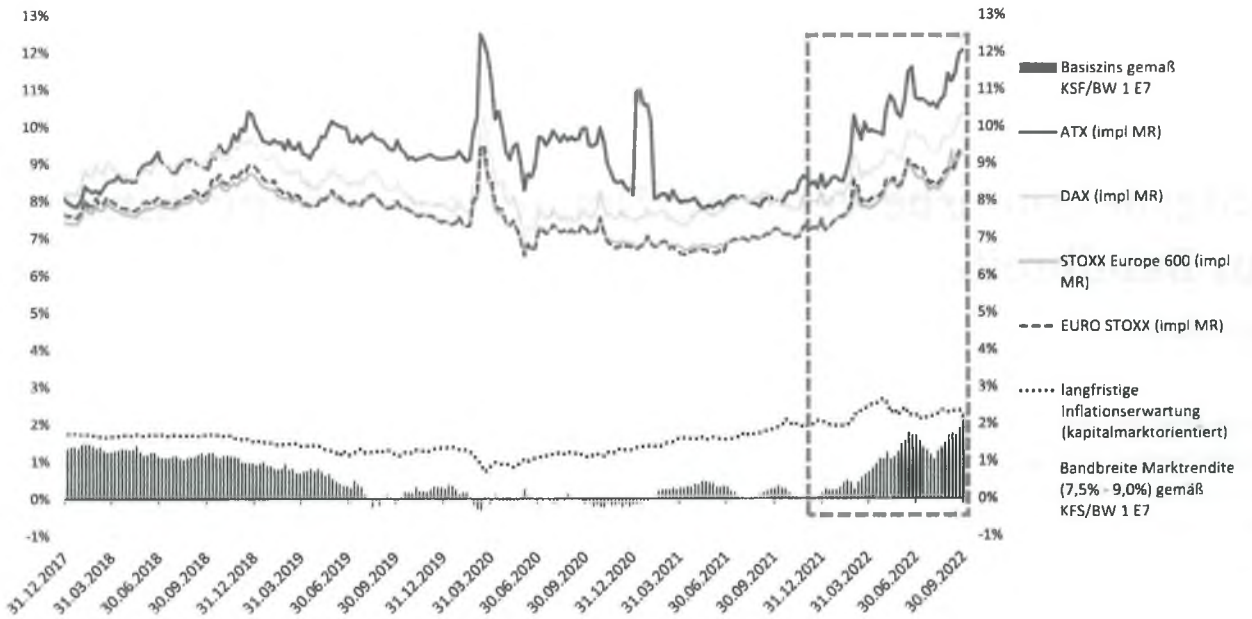
1 Siehe dazu etwa *BDO Austria*, Kapitalmarktparameter, www.bdo.at/de-at/services-de/consulting/unternehmensbewertung/kapitalmarktparameter (abgefragt 18. 10. 2022); *Fenebris GbR – Expertenzirkel Unternehmensbewertung*, www.marktrisikoprämie.de (abgefragt 18. 10. 2022); *Purtscher/Witte*, Inflation & Rendite, RWZ 2022/49, 279; *ValueTrust/finexpert/WU*, DACH Capital Market Study – June 30, 2022, www.value-trust.com/news-publikationen/#studien (abgefragt 18. 10. 2022).

2 Ermittelt als Spot Rate für eine Laufzeit von 30 Jahren auf Basis der Zinsstruktur deutscher Staatsanleihen gemäß KFS/BW 1 E 7 Rz (3).

3 Abgeleitet aus der Gegenüberstellung von Daten inflationsgeschützter und nicht inflationsgeschützter langfristiger deutscher Bundesanleihen.

4 Eigene Berechnungen unter Anwendung eines mehrperiodigen Dividendendiskontierungsmodells.

5 Vgl. *Purtscher/Witte*, Inflation & Rendite, RWZ 2022/49, 283.



Der Autor:

Univ.-Prof. Dr. Klaus Rabel ist Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmensführung an der Karl-Franzens-Universität Graz, 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

LexisNexis Zeitschriften

**Kompetent.
Übersichtlich.
Aktuell.**



Testen Sie ALLE 13 Zeitschriftenportale 30 Tage lang GRATIS!
 Jetzt registrieren unter: zeitschriften.lexisnexis.at

