



IVC Snippets



Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat mit Datum vom **25. Oktober 2019** neue Kapitalkostenempfehlungen veröffentlicht.

Der FAUB hat in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 die Empfehlung zur Ableitung des **Basiszinssatzes** auf Basis einer Fortschreibung der Zinsstrukturkurve vor dem Hintergrund der fortgesetzten und jüngst wieder verstärkten expansiven Geldpolitik der EZB (quantitative easing) diskutiert und beschlossen, **zunächst unverändert an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten**, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.

Im Hinblick auf seine bisherige **Bandbreiten-Empfehlung für die Marktrisikoprämie** vor persönlichen Steuern hat der FAUB beschlossen, die Bandbreiten-Empfehlung von 5.0 % bis 7.0 % vom 19. September 2012 nicht mehr aufrecht zu erhalten, und die **Bandbreiten-Empfehlung auf 6.0 – 8.0 % zu erhöhen**. Der FAUB hat ergänzend am 25. März 2020 vor dem Hintergrund der Ausbreitung des **Coronavirus** einen fachlichen Hinweis gegeben, wonach im Ergebnis **keine Gründe für eine Änderung der Methodik** zur Ableitung des Kapitalisierungszinses erkennbar sind.

Im vorliegenden IVC Snippet stellen wir **eigene Analysen** zur Entwicklung des Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie vor. Sie benötigen **Kapitalkosten** für Ihren **Impairment Test** oder Ihr **Investitionskalkül?** Sprechen Sie uns an.

Mit freundlichen Grüßen aus dem Ruhrgebiet

Lars Franken und Jörn Schulte



IVC Snippets – Executive Summary



Hintergrund



Bedeutung



Aktuelle Entwicklung



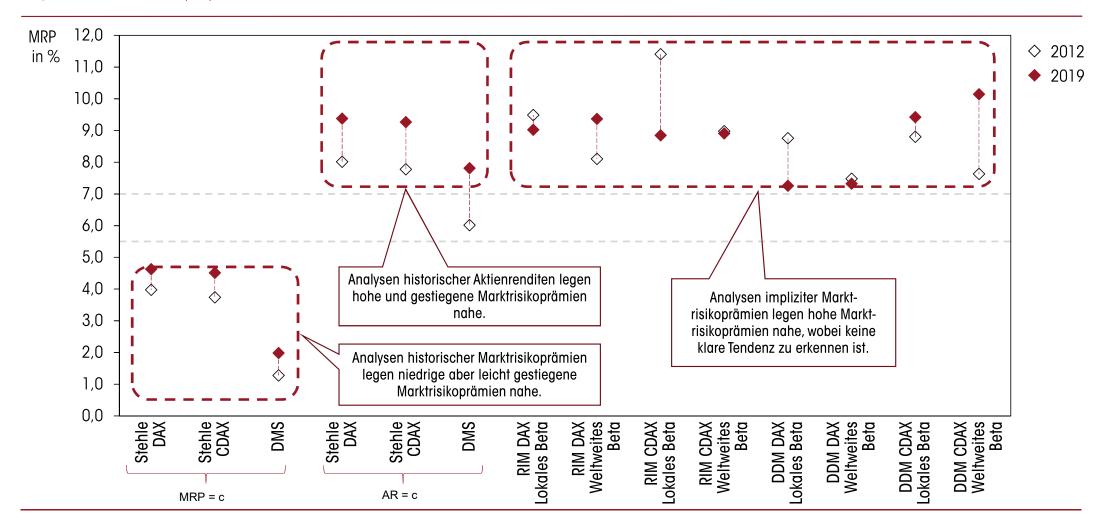
IVC Snippets



- / Vor dem Hintergrund der Zinspolitik der EZB sind die am Markt beobachtbaren Effektivverzinsungen erstrangiger Staatsanleihen weiter gesunken. Auch bei mittleren bis langen Laufzeiten lassen sich inzwischen negative Effektivverzinsungen beobachten.
- / Der Basiszinssatz, der sich auf Grundlage der IDW-Empfehlung ergibt, liegt deutlich unter 1,0 % und nähert sich 0,0 % an.
- / Vor diesem Hintergrund hat der FAUB im Oktober 2019 die sachgerechte Ableitung von Kapitalkosten grundsätzlich hinterfragt.
- / Kapitalkosten werden etwa beim Goodwill-Impairment Test nach IAS 36 bei der Bestimmung des erzielbaren Betrags im Nutzungswert ("Value in Use") oder bei Investitionsentscheidungen benötigt.
- / Durch einen niedrigen Basiszinssatz sinken im Barwertkalkül die Kapitalkosten und die ermittelte Werte steigen.
- / Sofern die Kapitalkosten keine sachgerechte Alternativanlage wiederspiegeln, sind die ermittelten Werte ökonomisch unplausibel.
- / Der FAUB hat in seiner Verlautbarung vom 25. Oktober 2019 die Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlicher Steuer auf 6,0 % bis 8,0 % und nach persönlicher Steuer auf 5,0 % bis 6,5 % angehoben.
- / Diese Empfehlung gilt seitdem und ist auch vor dem Hintergrund der Corona-bedingten Kurseinbrüche an den Welt-Börsen weiter gültig.
- / IVC stellt nachfolgend Analysen zur Entwicklung des Basiszinssatzes und der Marktrisikoprämie dar. Dabei wird auch die aktuelle Kapitalmarktsituation im Vergleich zur Kapitalmarktsituation am 19. September 2012 (letzte FAUB-Empfehlung zur Bestimmung der Marktrisikoprämie) betrachtet.
- / Im Ergebnis zeigen die empirischen Daten, dass
 - / Analysen historischer Marktrisikoprämien niedrige aber leicht gestiegene Marktrisikoprämien nahe legen,
 - / Analysen historischer Aktienrenditen hohe und gestiegene Marktrisikoprämien nahe legen und
 - / Analysen impliziter Marktrisikoprämien hohe Marktrisikoprämien nahe legen, wobei keine klare Tendenz zu erkennen ist.

Ergebnisüberblick (I/II)





Ergebnisüberblick (II/II)



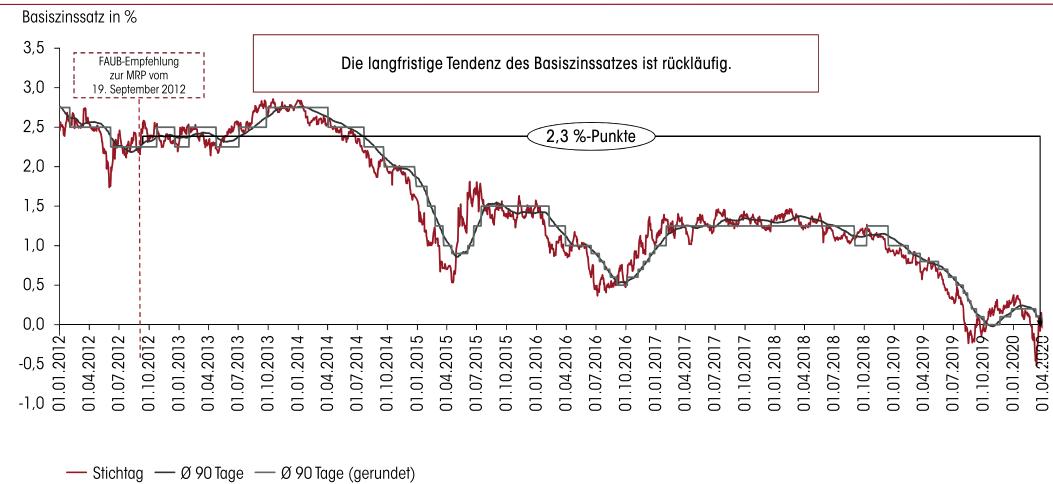
Historisch				
	Sep.		Dez. 19	
	MRP = c	AR = c	MRP = c	AR = c
Stehle DAX	4,0%	8,0%	4,6%	9,4%
Stehle CDAX	3,7%	7,8%	4,5%	9,3%
DMS weltweit	1,3%	6,0%	2,0%	7,9%
Implizit				L
Implizii				
шриги				
триги	Sep.	12	Dez. 19)
	Sep. ⁻ Beta CDAX	12 Beta MSCI AC World		9 Beta MSCI AC World
RIM DAX				
RIM	Beta CDAX	Beta MSCI AC World	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
RIM	Beta CDAX 9,5%	Beta MSCI AC World 8,1%	Beta CDAX 9,0%	Beta MSCI AC World 9,4%
RIM	Beta CDAX 9,5%	8,1% 9,0%	Beta CDAX 9,0%	Beta MSCI AC World 9,4% 8,9%
RIM	9,5% 11,4%	8,1% 9,0%	9,0% 8,8%	Beta MSCI AC World 9,4% 8,9%
RIM DAX CDAX	9,5% 11,4% Sep.	8,1% 9,0%	9,0% 8,8%	9,4% 8,9%

Im Vergleich zu September 2012 ist insgesamt ein Anstieg der Marktrisikoprämie zu erkennen.



Entwicklung des Basiszinssatzes (1. Januar 2012 bis 31. März 2020)







Überlegungen zur Konstanz der Aktienrendite



Überlegungen

- / Während der Basiszinssatz in der Vergangenheit gesunken ist und am aktuellen Rand bei 0,0 % liegt, ist bei den erwarteten Aktienrenditen kein entsprechender Trend zu beobachten.
- / Die Aktienrenditen lagen in der Vergangenheit im Regelfall deutlich über 8,0 %
- / Auf Basis der bisherigen Bandbreitenempfehlung des FAUB von 5,0 % bis 7,0 % ergab sich eine erwartete Aktienrendite von 0,0 % + [5,0 % bis 7,0 %] = 5,0 % bis 7,0 %.
- / Vor diesem Hintergrund hat der FAUB hinterfragt, ob eine Gesamtrenditeerwartung / erwartete Aktienrendite in dieser Größenordnung plausibel ist.
- / Aktuell deuten die erwarteten Aktienrenditen eher darauf hin, dass die Gesamtrenditen höher liegen.
- / Insofern deutet dieser empirische Befund grundsätzlich auf eine gestiegene geforderte Marktrisikoprämie hin.

Aktienrenditen



/ Die erwartete Aktienrendite / Gesamtrenditeerwartung ergibt sich über die Inversion des erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisses:

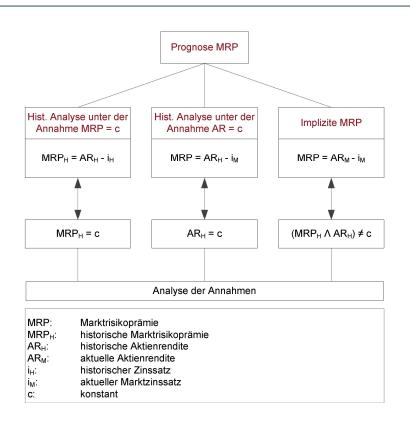
$$P = \frac{E^{erwartet}}{k_e - g} \iff k_e = \left(\frac{P}{E^{erwartet}}\right)^{-1} + g$$



Analysekonzeption



MRP - Modelle und Grundannahmen



Methodik

- / Die Prognose der (zukünftig erwarteten) Marktrisikoprämie auf Basis des CAPM kann grundsätzlich:
 - / mittelbar auf Basis historischer Daten¹ oder
 - / unmittelbar bspw. auf Basis von aktuellen Kapitalmarktdaten und Schätzungen erfolgen.
- / Beide Vorgehensweisen sind grundsätzlich mit dem CAPM vereinbar. Die unterschiedlichen Ansätze beruhen dabei auf spezifischen Annahmen und weisen jeweils Vor- und Nachteile auf.
- / Da insofern keine grundsätzliche Vorzugswürdigkeit der einzelnen Ansätze gegeben ist, ist grundsätzlich ein methodenpluralistisches Vorgehen zu wählen. Diese Auffassung wird auch vom FAUB des IDW² auch vor dem Hintergrund der aktuellen Verlautbarung vertreten.

¹ Vgl. IDW, IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 118 f.

² Vgl. IDW FAUB, Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes, FN-IDW 2012, S. 68 f.

Historische Analyse – Erläuterung zur Vorgehensweise



MRP = c

- / Im ersten Ansatz wird unterstellt, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist (MRP = c). Die Marktrisikoprämie wird als Differenz aus historischer Aktienrendite und historischer Rendite von Bonds ermittelt. Dieses Vorgehen liegt insbesondere der Studie von Stehle (2004)³ zugrunde.
- / Als Kritik wird zuweilen vorgebracht, dass insbesondere in den letzten Jahrzehnten durch das Absinken der Zinssätze hohe Bondsrenditen durch Kursgewinne realisiert wurden, die insofern nicht den erwarteten Renditen in eine "sichere Anlage" entsprechen. Des Weiteren wird vorgebracht, dass die historische Marktrisikoprämie eben nicht zeitstabil sei, sondern im Zeitablauf schwanke.
- / Die Mittelwertbildung erfolgt (jeweils) als arithmetischer oder geometrischer Mittelwert für den Zeitraum 1955 bis 2019.
- / Datengrundlage: DMS und Stehle, Bundesbank (neuere Marktrenditen).

AR = c

- Im zweiten Ansatz wird unterstellt, dass die Aktienrendite im Zeitablauf konstant ist (AR =c). Die Marktrisikoprämie wird als Differenz aus historischer Aktienrendite und aktuellem sicheren Zinssatz ermittelt. Dieses Vorgehen liegt insbesondere der Studie von Wright/Mason/Miles (2003)⁴ zugrunde.
- Ökonomische Überlegung ist dabei die empirische Beobachtung von Siegel (1994)⁵, dass Anleger in der Vergangenheit eine konstante Aktienrendite erzielt haben ("Siegel's constant"). Ökonomisch wird insofern von einer festen Gesamtrenditeforderung der Anleger (sichere Anlage + Marktrisikoprämie) ausgegangen.
- Als Kritik wird zuweilen vorgebracht, dass die Annahme einer konstanten Aktienrendite bereits theoretisch schwierig zu begründen sei. Des Weiteren wird vorgebracht, dass der empirische Befund einer konstanten Aktienrendite nicht zutreffend sei.
- Die Mittelwertbildung erfolgt (jeweils) als arithmetischer oder geometrischer Mittelwert für den Zeitraum 1955 bis 2019.
- Datengrundlage: DMS und Stehle, Bundesbank (neuere Marktrenditen, Basiszinssatz), Refinitiv (Inflationserwartungen)

³ Vgl. Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg 2004, S. 916 ff.

⁴ Vgl. Wright/Mason/Miles, A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K., London 2003.

⁵ Vgl. Siegel, Stocks for the Long Run, New York 1994.

Historische Analyse – Erläuterung zu den Datensätzen



Stehle (2004)

- / Stehle⁶ hat in seiner Studie aus dem Jahr 2004 insbesondere eine Rückrechnung von Aktienrenditen des DAX und CDAX bis in Jahr 1955 vorgenommen. Die Stehle-Studie war dabei Grundlage der ersten Bandbreiten-Empfehlung des FAUB aus dem Jahr 2004. Der Datensatz von Stehle kann grundsätzlich mit aktuellen Kapitalmarktdaten fortgeschrieben werden.
- / Im Ergebnis lasse sich entsprechend durchschnittliche Aktienrenditen bei Investition in das DAX-Portfolio und das CDAX-Portfolio berechnen. Diese Aktienrenditen werden dem REXP bzw. dem aktuellen Basiszinssatz gegenübergestellt.
- / Im Ergebnis lässt sich auf dieser Basis eine "deutsche" Marktrisikoprämie bestimmen, die ein deutscher Investor bei Investition in das deutsche Marktportfolio erzielt hätte.

Dimson/Marsh/ Staunton

- / Dimson/Marsh/Staunton⁷ erstellen seit 2002 einen Datensatz, in dem globale Daten zu Aktienrenditen, Bondsrenditen und Wechselkursen enthalten sind. Der Datensatz ist insofern einzigartig, als dass damit die nach CAPM grundsätzlich geforderte weltweite Diversifikation abgebildet werden kann.
- / Auf Basis der Daten von DMS können durchschnittliche Aktienrenditen bei Investition in weltweite Portfolio berechnet werden. Diese Aktienrenditen werden den deutschen Bondsrenditen bzw. dem aktuellen Basiszinssatz gegenübergestellt.
- / Im Ergebnis lässt dich damit eine "weltweite" Marktrisikoprämie bestimmen, die ein deutscher Investor bei Investition in das weltweite Marktportfolio erzielt hätte.

⁶ Vgl. Stehle, Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften, WPg 2004, S. 916 ff.

⁷ Val. Dimson/Marsh/Staunton, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020, Zürich 2020.





Historische Marktrisikoprämien für DAX und CDAX

(Stehle, MRP = c)

IVC Snippet

			MRP DAX			MRP CDAX	
Beginn	Ende	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø
1955	2011	5,6%	2,4%	4,0%	5,2%	2,3%	3,7%
1955	2019	6,1%	3,2%	4,6%	5,8%	3,2%	4,5%

Quelle: Stehle, Bundesbank





Historische Marktrisikoprämien für DAX und CDAX

(Stehle, AR = c)

1955 bis 2011

Historische Marktrisikoprämien für DAX und CDAX (Stehle, AR = c)

1955 bis 2019

IVC Snippet

	A	Ableitung MRP DAX			Ableitung MRP CDAX		
Analysezeitraum 1955-2011	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	
Reale Aktienrendite	9,4%	6,1%	7,8%	9,0%	6,1%	7,6%	
Inflationserwartungen	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Erwartete nominale Aktienrendite	12,0%	8,6%	10,3%	11,6%	8,6%	10,1%	
Nominaler Basizinssatz	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Nominale MRP	9,7%	6,3%	8,0%	9,3%	6,3%	7,8%	

Quelle: Stehle, Deutsche Bundesbank, Capital IQ

IVC Snippet

	A	Ableitung MRP DAX			Ableitung MRP CDAX			
Analysezeitraum 1955-2019	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø		
Reale Aktienrendite	9,5%	6,5%	8,0%	9,3%	6,6%	7,9%		
Inflationserwartungen	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%		
Erwartete nominale Aktienrendite	11,1%	8,0%	9,6%	10,8%	8,1%	9,4%		
Nominaler Basizinssatz	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%		
Nominale MRP	10,9%	7,8%	9,4%	10,6%	7,9%	9,3%		

Quelle: Stehle, Deutsche Bundesbank, Capital IQ





Historische weltweite Marktrisikoprämien gemäß DMS

(MRP = c)

IVC Snippet

	Analyse-	MRP (Welt) (Bonds)			MRP (Welt) (Bills)		
	zeitraum	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø
Nominale MRP	1955-2011	2,1%	0,4%	1,3%	5,1%	3,2%	4,2%
Nominale MRP	1955-2019	2,7%	1,2%	2,0%	6,2%	4,5%	5,4%

Quelle: DMS





Historische weltweite Marktrisikoprämien gemäß DMS

(AR = c)

1955 bis 2011

Historische weltweite Marktrisikoprämien gemäß DMS

(AR = c)

1955 bis 2019

IVC Snippet

		Ableitung MRP	
Analysezeitraum 1955-2011	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø
Reale Aktienrendite	6,8%	4,9%	5,8%
Inflationserwartungen	2,4%	2,4%	2,4%
Erwartete nominale Aktienrendite	9,3%	7,3%	8,3%
Nominaler Basizinssatz	2,3%	2,3%	2,3%
Nominale MRP	7,0%	5,0%	6,0%

Quelle: DMS

IVC Snippet

		Ableitung MRP		
Analysezeitraum 1955-2019	Arithm. Mittel	Geom. Mittel	Ø	
Reale Aktienrendite	7,5%	5,7%	6,6%	
Inflationserwartungen	1,4%	1,4%	1,4%	
Erwartete nominale Aktienrendite	9,0%	7,2%	8,1%	
Nominaler Basizinssatz	0,2%	0,2%	0,2%	
Nominale MRP	8,8%	7,0%	7,9%	

Quelle: DMS

Implizite Analysen – Modelle (I/II)



RIM

/ Residual-Income-Model (RIM) nach Babbel (2015)8:

$$r_t = \frac{NI_{t+1}}{MC_t} + \left(1 - \frac{BV_t}{MC_t}\right) * g$$

 r_{t} : Eigenkapitalkosten zum Zeitpunkt t

 NI_{t+1} : Erwartetes Net income in der folgenden Periode t+1

 MC_t : Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt t BV_t : Buchwert des Eigenkapitals zum Zeitpunkt t

g: Erwartete Wachstumsrate

DDM

/ Dividend Discount Model:

$$MC_{t} = \frac{NI_{t+1}*(1-q)}{\left(1+r_{f}+\beta*MRP\right)} + \frac{NI_{t+2}*(1-q)}{\left(1+r_{f}+\beta*MRP\right)^{2}} + \frac{NI_{t+3}*(1-q)}{\left(1+r_{f}+\beta*MRP\right)^{3}} + \frac{NI_{t+3}*(1-q)-w.Th}{\left(1+r_{f}+\beta*MRP-g\right)}* \frac{1}{\left(1+r_{f}+\beta*MRP\right)^{3}}$$

 $r_{\!f}$: Basiszinssatz

 MC_t : Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt t NI_t : Erwartetes Net income zum Zeitpunkt t

 $\begin{array}{ll} \beta & \text{Verschuldeter Betafaktor} \\ \textit{MRP} \colon & \text{Martkrisikoprämie} \\ q \colon & \text{Thesaurierungsquote} \end{array}$

w. Th: wachstumsbedingte Thesaurierung

g: Erwartete Wachstumsrate

⁸ Vgl. Babbel, Challenging Stock Prices: Stock prices und implied growth expectations, in: Corporate Finance, N. 9, 2015, S. 316-323.

Implizite Analysen – Modelle (II/II)



P/E-Verhältnis

Die MRP wird über das invertierte P/E-Verhältnis abgeleitet:

$$\mathbf{P} = \frac{E^{expected}}{k_e - g} \Leftrightarrow k_e = \left(\frac{P}{E^{expected}}\right)^{-1} + g \Leftrightarrow \mathit{MRP} = \left(\frac{P}{E^{expected}}\right)^{-1} + g - i$$

P: Kurs

E^{expected}: Erwarteter Gewinn g: Wachstumsrate

i: Basiszinssatz bzw. risikoloser Zinssatz

 k_e : Eigenkapitalkosten

Implizite Analyse – Erläuterung zu den Datensätzen (I/II)



RIM

- / Datengrundlage ist der Finanzinformationsdienstleister Capital IQ. Es werden entsprechende Daten für die Unternehmen des DAX bzw. CDAX erhoben.
- / Die Net Incomes werden auf Basis von Analystenschätzungen ermittelt. Als Wachstumsrate wird 2,0 % angesetzt.
- / Die entsprechend ermittelten Eigenkapitalkosten werden dann nach der Marktrisikoprämie aufgelöst.
- / Bei den Eigenkapitalkosten wird der sichere Zinssatz auf Basis von Bundesbankdaten angesetzt; Betafaktoren werden für die einzelnen Unternehmen mit CDAX und MSCI AC World als Referenzindex ermittelt.
- / Die Mittelwertbildung der MRP erfolgt gewichtet mit der Marktkapitalisierung.

DDM

- / Datengrundlage ist der Finanzinformationsdienstleister Capital IQ. Es werden entsprechende Daten für die Unternehmen des DAX bzw. CDAX erhoben.
- / Die Dividenden werden auf Basis von Analystenschätzungen ermittelt. Als Wachstumsrate wird 1,0 % angesetzt.
- / Bei den Eigenkapitalkosten wird der sichere Zinssatz auf Basis von Bundesbankdaten angesetzt; Betafaktoren werden für die einzelnen Unternehmen mit CDAX und MSCI AC World als Referenzindex ermittelt. Die Marktrisikoprämie wird dann numerisch bestimmt
- / Die Mittelwertbildung der MRP erfolgt gewichtet mit der Marktkapitalisierung.

Implizite Analysen – Erläuterung zu den Datensätzen (II/II)



P/E-Verhältnis

- / Datengrundlage ist der Finanzinformationsdienstleister Capital IQ. Es werden entsprechende Daten für die Unternehmen des DAX erhoben.
- / Das P/E-Verhältnis wird von Capital IQ zur Verfügung gestellt. Als Wachstumsrate wird 1,0 % angesetzt.
- / Bei den Eigenkapitalkosten wird der sichere Zinssatz auf Basis von Bundesbankdaten angesetzt.
- / Es werden 3-Monats-Durchschnittte verwendet.

Implizite Marktrisikoprämien – Deutschland (RIM / DDM)



Implizite MRP für DAX und CDAX – RIM (g = 2.0 %)

Implizite MRP für DAX und CDAX – DDM (g = 1.0%)

IVC Snippet

	Gewichteter Durchschnitt			
2012	Beta CDAX	Beta MSCI AC World		
DAX	9,5%	8,1%		
CDAX	11,4%	9,0%		

	Gewichteter	Durchschnitt
2019	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	9,0%	9,4%
CDAX	8,8%	8,9%

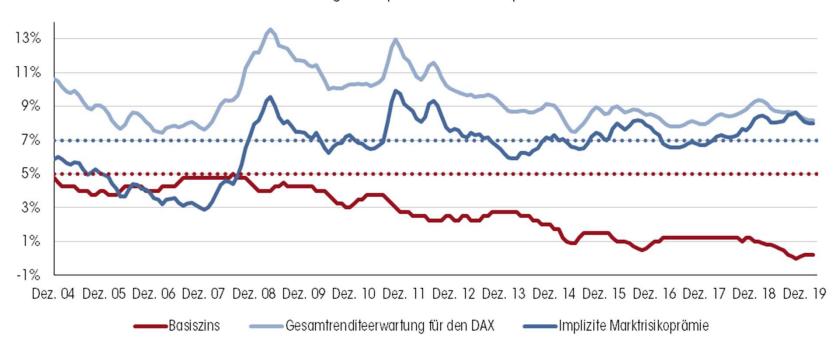
IVC Snippet

	Gewichteter Durchschnitt				
2012	Beta CDAX	Beta MSCI AC World			
DAX	8,8%	7,5%			
CDAX	8,8%	7,6%			

	Gewichteter	Durchschnitt
2019	Beta CDAX	Beta MSCI AC World
DAX	7,3%	7,3%
CDAX	9,4%	10,1%



Ableitung der impliziten Marktrisikoprämie





Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB vom 25. Oktober 2019



Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Kapitalkostenempfehlungen anzupassen sind. Dies ist dann der Fall, wenn die bisherigen Empfehlungen insgesamt zu Kapitalkosten führen, die nicht mehr zu den empirischen Beobachtungen am Kapitalmarkt passen. Aktuell lässt sich insofern eine bislang einmalige Situation beobachten, als dass die Zinsstrukturkurve unter Verwendung der Svensson-Methode entsprechend der Methodik der Bundesbank mittelbar abgeleitet aus den Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen nahezu über die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verläuft. Der daraus abgeleitete und in der Unternehmensbewertung als Schätzung für den risikolosen Zinssatz verwendete barwertäquivalente Zinssatz beträgt damit erstmals faktisch null Prozent und droht in absehbarer Zeit negativ zu werden.

Auf Basis der bisherigen Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 5,0 – 7,0 % würde dies gleichzeitig bedeuten, dass im Bewertungskalkül von einer Gesamtrenditeerwartung für den Markt von eben diesen 5,0 – 7,0 % ausgegangen wird. Entsprechend hat der FAUB überprüft, ob sich eine solche gesunkene Gesamtrenditeerwartung mit beobachtbaren Marktdaten vereinbaren lässt. Gemäß seinem verfolgten pluralistischen Ansatz hat der FAUB historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen sowie unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten aus den Marktkapitalisierungen der DAX-Unternehmen um die aktuellen Beobachtungen ergänzt.

Die Analysen weisen auf einen leichten Rückgang der Gesamtrendite im Zeitablauf - insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 hin. Dieser steht jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Gesamtrendite liegt bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7,0 – 9,0 %, was auch durch aktuelle Untersuchungen der Bundesbank gestützt wird. Die bislang gültige Empfehlung für die Marktrisikoprämie würde mithin bei Verwendung ihrer Obergrenze gerade an den unteren Rand der beobachtbaren Gesamtrendite heranreichen.

Vor dem Hintergrund der fortgesetzten und jüngst wieder verstärkten expansiven Geldpolitik der EZB (quantitative easing), die einen europäischen Sonderweg darstellt und für die aktuell auch noch kein Ende abzusehen ist, hat der FAUB ebenfalls diskutiert, inwieweit es noch sinnvoll ist, unverändert an der Festlegung der Zinsstrukturkurve aus den Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen als Schätzer für den risikolosen Basiszins festzuhalten. Insbesondere diskutiert wurde die Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30. Gegenwärtig hat der FAUB beschlossen, zunächst unverändert an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.

Entsprechend hat der FAUB in seiner Sitzung am 22.10.2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 – 8,0 % anzuheben. Damit hat sich der FAUB tendenziell am unteren Ende beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und möchte damit der Möglichkeit Rechnung tragen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten.

Für die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist grundsätzlich der Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner zu berücksichtigen. Dies gilt nicht nur für den risikolosen Basiszins, sondern auch für die Marktrisikoprämie. Ausgehend von der Empfehlung vor persönlichen Steuern hat der FAUB vor dem Hintergrund des geltenden Abgeltungssteuersystems eine Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern vorgenommen. Dies führt zu einer entsprechenden leichten Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5.0 - 6.5 %.

Quelle: https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158



Fachlicher Hinweis des FAUB vom 25. März 2020 zur Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus

"Der zweite Parameter bei einem Zukunftserfolgswertverfahren, in der das Risiko reflektiert wird, ist die Risikoprämie, die insb. aus Kapitalmarktdaten abgeleitet werden kann. Die langfristige Ausrichtung der Zukunftserfolgswertverfahren nach IDW S 1 i.d.F. 2008 erlaubt und erfordert es, Kapitalmarktdaten langfristig zu beurteilen und kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte als momentanen und nicht zwingend langfristigen Stimmungsindikator einzuordnen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 91). Daher orientiert sich der Kapitalisierungszins auch in einer Krise an langfristigen Analysen von Renditen, die der FAUB in einer Größenordnung von 7,0 % bis 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) sieht, und an einer Marktrisikoprämie in einer Größenordnung von 6,0 % bis 8,0 % (ebenfalls nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern), die am oberen Rand der Bandbreite historisch messbarer Marktrisikoprämien liegt (vgl. Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25.10.2019, abrufbar unter https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158). Es sind bisher keine Gründe für eine Änderung der Methodik zur Ableitung des Kapitalisierungszinsses erkennbar. Die aus der Corona-Krise resultierende erhöhte Unsicherheit reflektiert sich somit äquivalent sowohl über die Planungen in den Cashflows als auch über die Risikoprämie im Kapitalisierungszinssatz

Quelle; https://www.idw.de/blob/122884/2316fb82457e82143445b8d0740a3e89/down-corona-faub-fachlicher-hinweis-data.pdf

Ansprechpartner





Dr. Jörn Schulte

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, CVA Partner

+49 (201) / 31 04 83 - 75 +49 (151) / 16 30 10 - 75

joern.schulte@ivc-wpg.com



Dr. Lars Franken

Wirtschaftsprüfer, CFA Partner

+49 (201) / 31 04 83 - 85 +49 (151) / 16 30 10 - 85

lars.franken@ivc-wpg.com



Dr. Alexander Brunner

Wirtschaftsprüfer, Steuerberater Senior Manager

+49 (201) / 31 04 83 - 72 +49 (151) / 16 30 10 - 72

alexander.brunner@ivc-wpg.com

Impressum und Hinweise zur Nutzung



Herausgeber

IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Girardetstr. 2, 45131 Essen

Redaktion

Dr. Jörn Schulte (V.i.S.d.P) und Dr. Lars Franken

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer juristischen Person oder einer Einzelperson ausgerichtet. Wir bemühen uns, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können aber nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind, wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2020 IVC Independent Valuation & Consulting Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

