

Marktrisikoprämie Neue Empfehlung vom FAUB des IDW zu den Bandbreiten bei der Marktrisikoprämie

Kleeberg Valuation Services GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Neue Bandbreiten zur Marktrisikoprämie

Die Bestimmung von Kapitalkosten für Zwecke der Unternehmensbewertung ist seit Jahren vom anhaltenden Niedrigzinsniveau getrieben. Der für Zwecke der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 nach der sogenannten *Svensson*-Methode zu ermittelnde Basiszinssatz ist seit dem 01.03.2019 konstant unter die 1,00 %-Marke gesunken. Aktuell ist der Basiszinssatz sogar bei rd. 0,00 % und droht kurzfristig rechnerisch sogar negativ zu werden. Diese Entwicklung hat unmittelbare Auswirkungen auf die Höhe der Marktrisikoprämie.

Die Marktrisikoprämie repräsentiert den Renditeaufschlag, den der Markt für eine Anlage in riskante Wertpapiere gegenüber risikolosen Anlagen verlangt. Die Marktrisikoprämie selbst ist am Kapitalmarkt nicht beobachtbar, sondern leitet sich rechnerisch aus der beobachtbaren Gesamtmarktrendite ab. Die Marktrisikoprämie ergibt sich rechnerisch als Differenz zwischen risikolosem Basiszinssatz und der Gesamtmarktrendite. Zur Schätzung der Gesamtmarktrendite dienen langfristige Untersuchungen, bspw. für den deutschen Kapitalmarkt. Auf Basis dieser Schätzungen legt der FAUB des IDW unter Berücksichtigung aktueller Kapitalmarktentwicklungen die Höhe der Marktrisikoprämie typisierend in Bandbreiten fest. In der Vergangenheit hat der FAUB die Marktrisikoprämie bereits in unregelmäßigen Abständen immer wieder angepasst. Zuletzt setzte der FAUB im September 2012 die bislang gültigen Bandbreiten von 5,50 % bis 7,00 % (Mittelwert 6,25 %) vor persönlichen Steuern respektive 5,00 % bis 6,00 % (Mittelwert 5,50 %) nach persönlichen Steuern fest.

Seit 2012 hat sich das Kapitalmarktumfeld gravierend verändert. Insbesondere der Basiszinssatz nach IDW S 1 sank von rd. 2,25 % zum 30.09.2012 auf nunmehr 0,00 % ab. Der FAUB des IDW stellt fest, dass mit der aktuellen Höhe des Basiszinssatzes von rd. 0,00 % und auf Basis der bisherigen Empfehlungen zur Marktrisikoprämie eine rechnerische Gesamtmarktrendite zwischen 5,50 % und 7,00 % einhergehen müsste. Eine derartige Gesamtmarktrendite konnte der FAUB des IDW indes nicht beobachten. Vielmehr gelangte der FAUB des IDW zu der Erkenntnis, dass die Gesamtmarktrendite eher in einer Bandbreite zwischen 7,00 % bis 9,00 % läge, was auch durch Untersuchungen der Bundesbank gestützt sei. Zwar konnte der FAUB des IDW beobachten, dass auch die Gesamtmarktrendite in den letzten Jahren tendenziell rückläufig war, allerdings nicht in dem Ausmaß, wie es beim Basiszinssatz zu beobachten war.

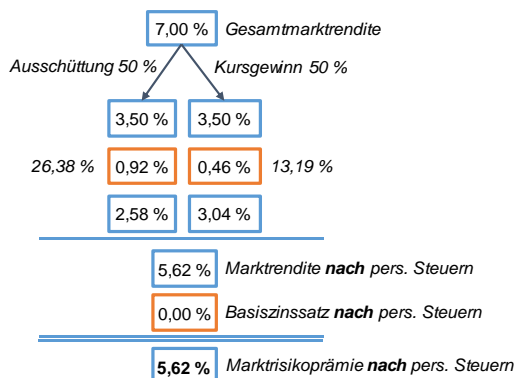
Unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB beschloss der FAUB des IDW daher, seine Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00 % bis 8,00 % (Mittelwert 7,00 %) anzuheben. Damit orientiert sich der FAUB des IDW sogar eher am unteren Ende der aktuell beobachtbaren Gesamtmarktrenditen. Mit dem Ansatz am unteren Ende soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Gesamtmarktrenditen zukünftig weiter nachgeben könnten.

Bezüglich der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hält der FAUB nunmehr einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,00 % und 6,50 % (Mittelwert 5,75 %) für angemessen.

Generell leitet sich die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern aus der Differenz von der Gesamtmarktrendite nach persönlichen Steuern und dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern ab. Bei Bewertungen nach persönlichen Steuern ist regelmäßig eine Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner abzustellen. In diesem Zusammenhang ist das in Deutschland geltende Abgeltungssteuersystem zu beachten. Bezüglich der Besteuerung der Gesamtmarktrendite ist eine Aufteilung in Kursrenditen sowie Dividendenrenditen vorzunehmen, weil ein typisierender Anleger in Deutschland seine Aktien üblicherweise über einen längeren Zeitraum hält und erst nach mehreren Jahren Haltedauer veräußert.

Die Dividendenrenditen hingegen werden unmittelbar mit der Ausschüttung realisiert, sodass diese mit der vollständigen Abgeltungssteuer i.H.v. 25,00 % zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,50 % belastet werden. Es ergibt sich bezüglich der Dividendenrenditen somit eine Gesamtsteuerbelastung i.H.v. rd. 26,36 %. Die Kursgewinne werden in Abhängigkeit der Haltedauer erst in Zukunft realisiert und entsprechend versteuert. In der Praxis wird aufgrund des Steuerstundungseffekts üblicherweise eine effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe der hälftigen Abgeltungssteuer angesetzt, mithin 13,19 %.

Die Ausschüttungsquote des Marktes beläuft sich basierend auf Studien zwischen 40,00 % bis 60,00 % (im Mittel 50,00 %). Sofern unterstellt wird, dass die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern rd. 7,00 % beträgt, leitet sich die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen rechnerisch wie folgt ab.



Bislang offen gehalten hat das IDW, ab wann die neuen Bandbreiten zur Anwendung gelangen sollen und ob diese u.U. auch rückwirkend anzusetzen sind. Es bleibt zudem abzuwarten, ob die neuen Bandbreiten von der Rechtsprechung anerkannt werden.

Fest steht allerdings bereits jetzt, dass die Unternehmenswerte c.p. aufgrund der neuen Bandbreiten sinken werden. Da die Marktrisikoprämie bei der Ermittlung von Kapitalkosten regelmäßig noch mit dem unternehmensspezifischen Betafaktor zu multiplizieren ist, kann der Effekt aus den neuen Bandbreiten erheblich sein. Unternehmen sollten sich daher bereits jetzt mit den Auswirkungen der neuen Empfehlungen auseinandersetzen und nicht zuletzt bezüglich anstehender Werthaltigkeitstests in den Jahres- und Konzernabschlüssen, analysieren, welchen konkreten Einfluss die neuen Bandbreiten auf (Unternehmens-)Werte sowie die Beteiligungsbeurteilung haben werden.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne jederzeit als Ansprechpartner zur Verfügung.

Ihre Ansprechpartner:

Prof. Dr. Christian Zwirner, WP/StB
Tel. + 49(0)89-55983-248

christian.zwirner@kleeberg-valuation.de

Gregor Zimny, M. Sc., CVA
Tel. + 49(0)89-55983-117

gregor.zimny@kleeberg-valuation.de