



AKTUELLE HERAUSFORDERUNGEN MIT DEM RISIKOLOSEN ZINS IN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Co-Referat

Marcus Bartl
18.11.2019

BASISZINS IN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Basiszins: zentrale Größe für die Berücksichtigung des Zeitwerts des Geldes¹
(heutiges Geld hat einen anderen Wert als künftiges Geld)

Zusätzliche Bedeutung im CAPM:²

- ▶ Ermöglicht die *Tobin-Separation*
 - Risikopräferenzen der Kapitalmarktteilnehmer haben keinen Einfluss auf deren Wahl des Portfolios aus riskanten Wertpapieren
 - alle Marktteilnehmer halten das gleiche Portfolio riskanter Wertpapiere

$$r_{EK} = r_{rf} + \beta \times (r_M - r_{rf})$$

Was sind risikofreie Wertpapiere?
→ oftmals **Deutsche Bundesanleihen** als Referenz

¹ Vgl. *Meitner/Streitferdt* (2015), Risikofreier Zins und Marktisikoprämie, in: *Peemöller* (Hrsg), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, S 595.

² Vgl. *Sharpe* (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance* 3/1964.

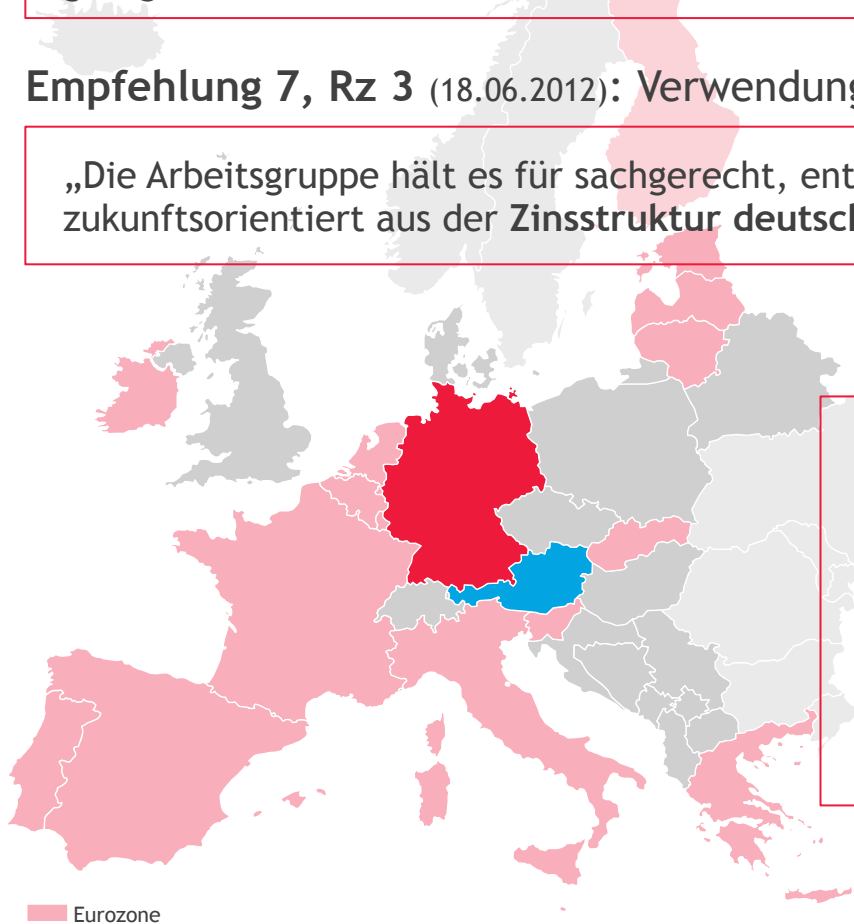
BASISZINS IM FACHGUTACHTEN KFS/BW 1

Rz 104:

„Bei der Bestimmung des Basiszinssatzes ist von einer risikolosen Kapitalmarktanlage auszugehen. Der Basiszinssatz ist unter Berücksichtigung der **Laufzeitäquivalenz** zum zu bewertenden Unternehmen aus der zum Bewertungsstichtag gültigen **Zinsstrukturkurve** abzuleiten.“

Empfehlung 7, Rz 3 (18.06.2012): Verwendung der 30jährigen Spot Rate

„Die Arbeitsgruppe hält es für sachgerecht, entsprechend der bisherigen Vorgangsweise den Basiszinssatz zukunftsorientiert aus der **Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen** mit Hilfe der **Svensson-Formel** abzuleiten.“



Die Verwendung von deutschen Bundesanleihen für die Ableitung des risikolosen Basiszinses ist aus mehreren Gründen sachgerecht:

- Höchste Bonität Deutschlands (AAA)
- Deutsche Bundesanleihen sind liquider als österreichische Staatsanleihen
- Rendite-Spread zwischen Österreich und Deutschland ist gering
- Die Euro-Zone stellt einen integrierten und vollkommenen Kapitalmarkt dar

30-JÄHRIGE DEUTSCHE BUNDESANLEIHE I

Historische Entwicklung

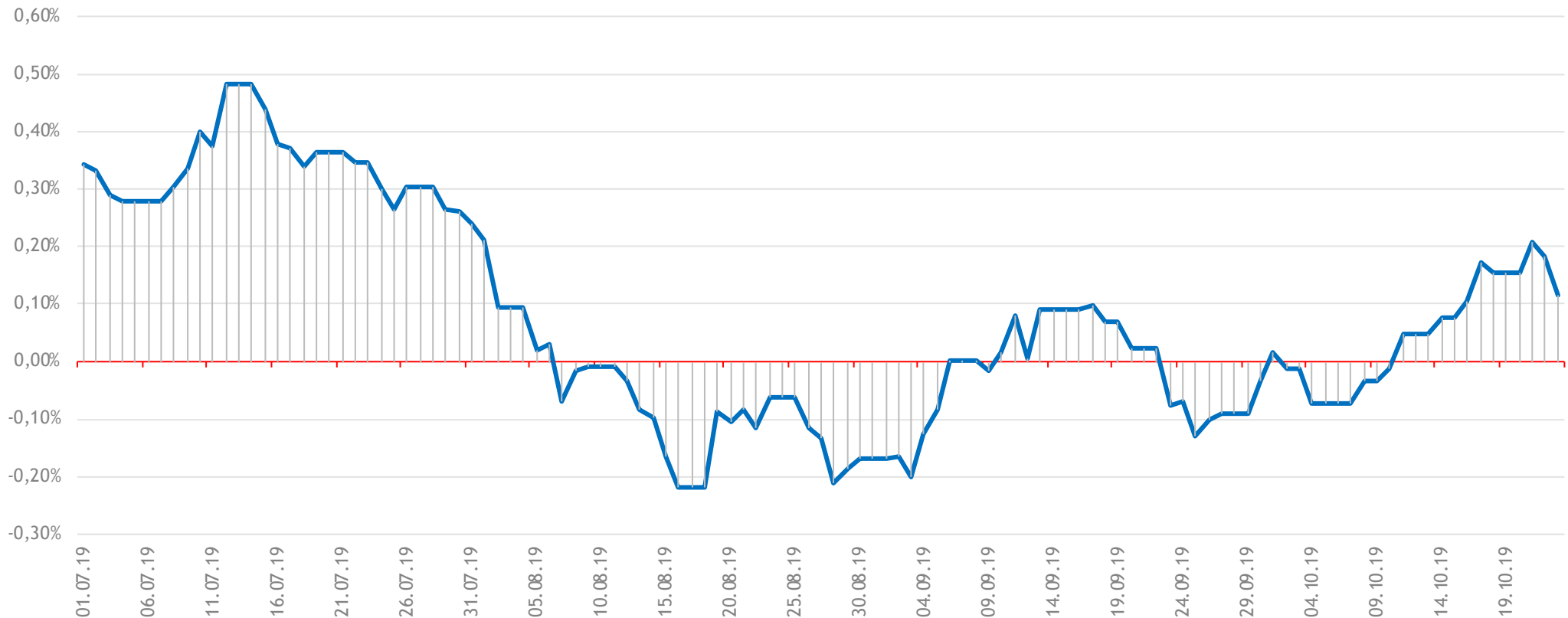
Verlauf der 30-jährigen Spot Rate seit 1999



30-JÄHRIGE DEUTSCHE BUNDESANLEIHE II

Negativer Basiszins

Verlauf der Spot Rate Juli-Oktober 2019

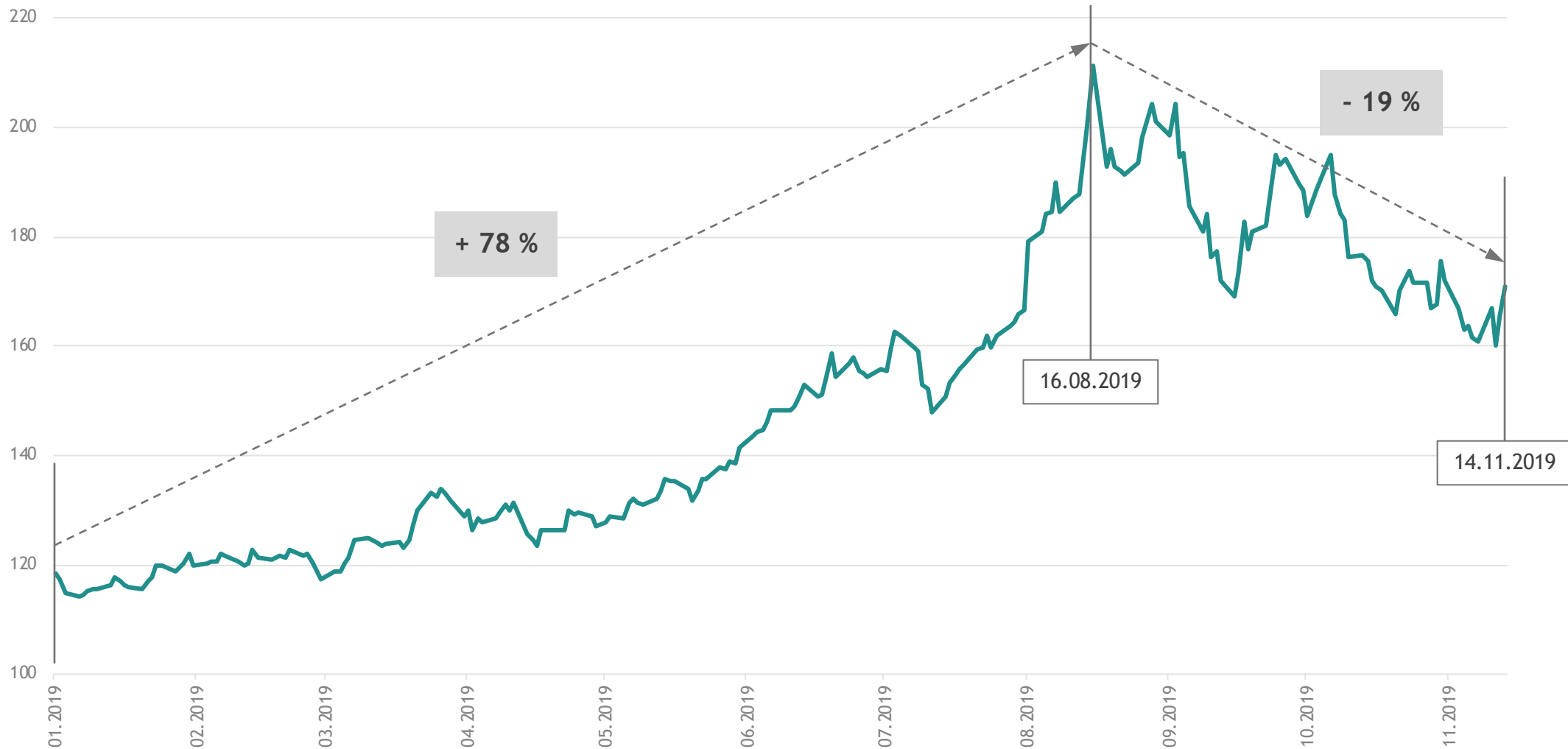


Außergewöhnliche Marktsituation: Der Kapitalmarkt ist aktuell von **sehr niedrigen, teils negativen Zinsen** geprägt. Anfang August 2019 ist erstmals in der Geschichte der Deutschen Bundesrepublik die Spot-Rate der Bundesanleihe mit 30-jähriger Laufzeit in den negativen Bereich gerutscht. Am 21. 8. 2019 wurde zum ersten Mal eine 30-jährige Anleihe ohne Kuponzins auf den Markt gebracht.

100-JÄHRIGE ÖSTERREICHISCHE STAATSANLEIHE

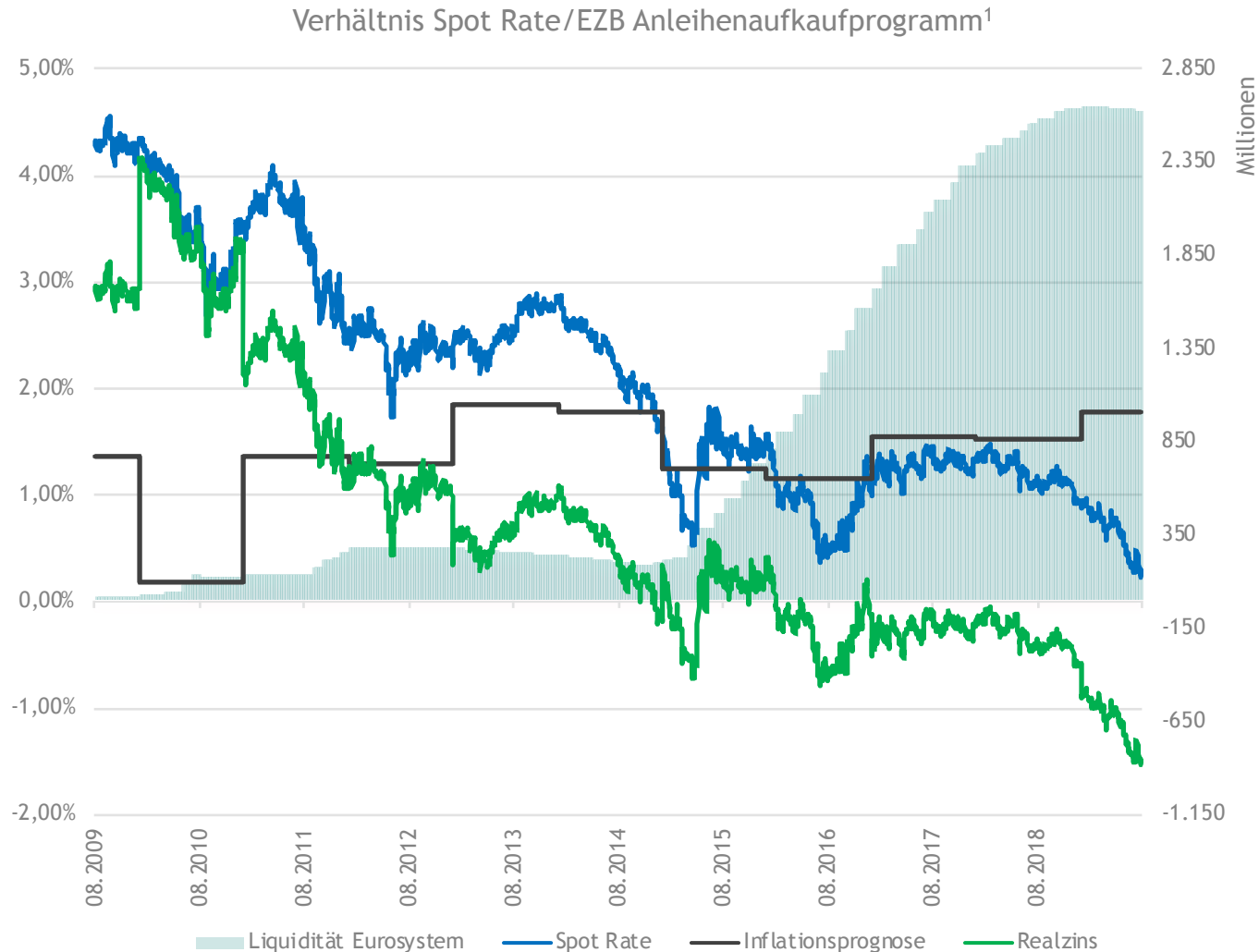
Bundesanleihe 2017-2117/3, Kupon: 2,10%

Verlauf der Schlusskurse der 100-jährigen Österreichischen Staatsanleihe



MÖGLICHE VERZERRUNGEN AM ANLEIHENMARKT (I)

Quantitative-Easing-Programm der EZB



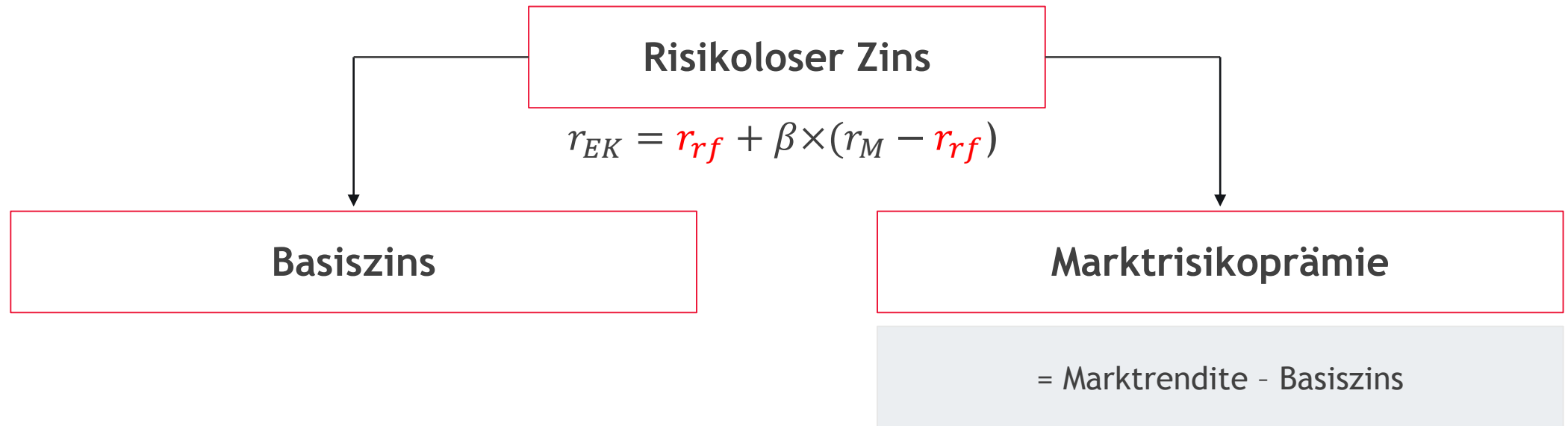
Das Quantitative-Easing-Programm der EZB reduzierte aufgrund der erhöhten Nachfrage nach Anleihen das langfristige Zinsniveau deutscher Bundesanleihen und Anleihen im Allgemeinen. Mittlerweile beträgt das Volumen der angekauften Anleihen im Eurosystem rund **2,6 Billionen Euro**.

Durch diese Marktintervention der EZB am Anleihenmarkt ist eine bedeutsame Modellprämisse des CAPM, wonach Marktteilnehmer nicht mächtig genug sind, um eigenständig Marktpreise beeinflussen zu können, derzeit somit nur eingeschränkt gültig.²

¹ Vgl. Bartl/Patloch-Kofler (2019), Negativer Basiszins in der Unternehmensbewertung, RWZ 5/2019.

² Vgl. Sharpe (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance 3/1964.

AUSWIRKUNGEN DES NEGATIVZINSES AUF DIE BEWERTUNG



Empfehlung 2 (18.06.2012):

„Auch wenn der Rückgang der Nominalrenditen für sich gesehen kein Grund wäre, diese nicht in das Unternehmensbewertungskalkül einfließen zu lassen, würde jedoch **eine unreflektierte Übernahme dieses in jüngster Vergangenheit beobachtbaren Basiszinssatzes** in ein Bewertungskalkül, ohne Berücksichtigung der Auswirkungen der aktuellen ökonomischen Situation auf die anderen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes sowie auf die Unternehmensplanung, die **Bewertungsergebnisse verzerren.**“

BASISZINS

Fisher-Theorem

$$\text{Basiszins} \approx \text{Inflationserwartung} + \text{Realzins}$$

Inflationserwartung für die Eurozone:

EZB-Zielvorgabe: $\leq 2,0\%$

Durchschnitt (1999-2019): $1,62\%$

Wenn Basiszins $\leq 0,0\%$ ¹ und:

1. Inflationserwartung = $1,62-2,0\%$
2. Inflationserwartung = $0,0\%$

dann: Realverzinsung = **negativ** ($-1,62-2,0\%$)
dann: Realverzinsung = **0%**

Probleme bei negativer Realverzinsung:

1. Zukünftige Cashflows sind wertvoller als aktuelle?
2. Die Marktrisikoprämie ist übererhöht?
3. Ein negativer Realzins wird in der ewigen Rente verstetigt?

¹ Vgl. Bartl/Patloch-Kofler (2019), Negativer Basiszins in der Unternehmensbewertung, RWZ 5/2019.

LÖSUNGSANSÄTZE

Historische Ableitung des Basiszinses

oder

Volkswirtschaftliche synthetische Herleitung („natürlicher Zins)

oder

Gemischte Herleitung

Spot Rate in den ersten 30 Jahren und danach eine Verstetigung mit dem Realzins + Inflationserwartung



CHANGE HAPPENS, INNOVATION LEADS.