

Gernot W. Zeidler/Dr. Andreas Tschöpel/Ingo Bertram

Risikoprämie in der Krise?¹



Gernot W. Zeidler WP/StB ist Partner bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Frankfurt im Fachbereich Corporate Finance mit dem Tätigkeitsschwerpunkt Unternehmensbewertung. Einen Schwerpunkt seiner Arbeit bilden Unternehmensbewertungen nach IDW S 1, insbesondere im Zusammenhang mit gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen.



Dr. Andreas Tschöpel, CIA/CEFA ist Senior Manager bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Berlin im Fachbereich Corporate Finance mit dem Tätigkeitsschwerpunkt Unternehmensbewertung.

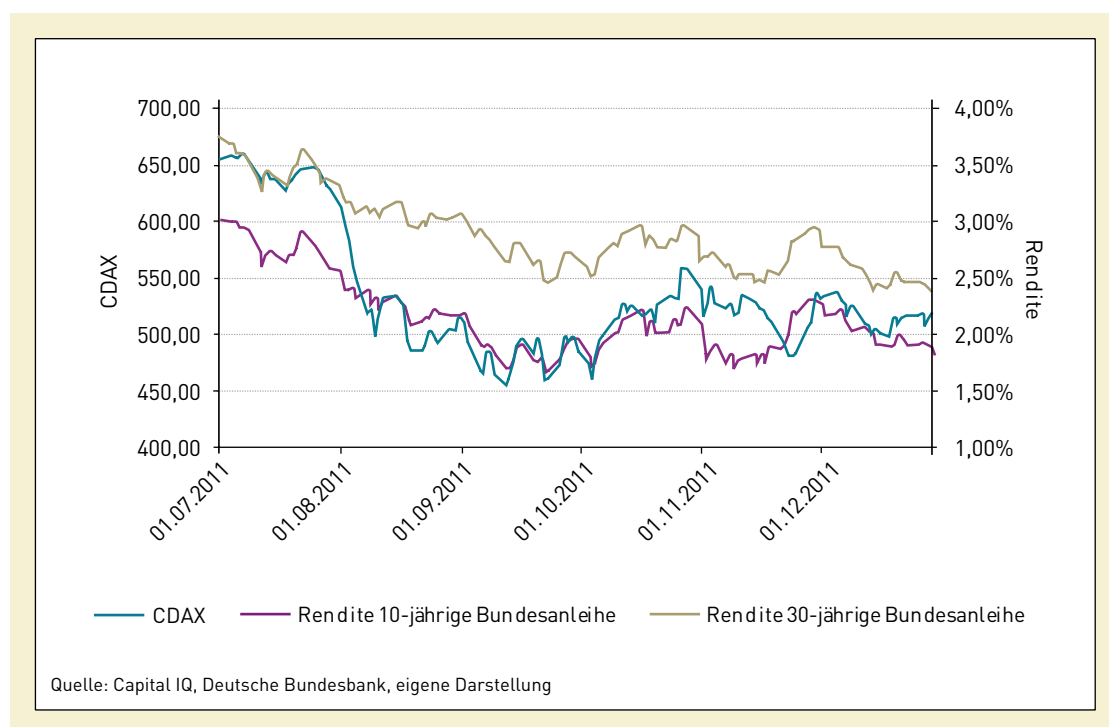
I. Einleitung

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 sowie der 2011 zusätzlich einsetzenden (Staats-)Schuldenkrise sind hohe Kursverluste an den Aktienmärkten im Jahr 2008 und der zweiten Hälfte des Jahres 2011 sowie eine signifikante Reduzierung des Basiszinssatzes zu beobachten. Eine unreflektierte Übernahme des Ende des Jahres 2011 beobachtbaren Basiszinssatzes in Unternehmensbewertungskalküle hätte c.p. – also ohne die Berücksichtigung des Einflusses der Kapitalmarktkrisen auf die anderen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes, wie z.B. die Risikoprämie – rein rechnerisch reduzierte Kapitalkosten und steigende Unternehmenswerte zur Folge, was jedoch im drastischen Gegensatz zu der beobachtbaren Entwicklung an den Aktienmärkten stehen würde. So sind insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2011 deutsche Aktienindizes parallel zum Rückgang der Renditen deutscher Bundesanleihen deutlich gesunken (siehe Abb. 1).

Marktmultiplikatoren befanden sich Ende 2011 wieder auf Tiefständen, weitgehend vergleichbar mit der Situation auf dem Höhepunkt der Finanz- und

Wirtschaftskrise 2008/2009.² Diese Widersprüche geben Anlass, die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu hinterfragen und das aktuelle Kapitalmarktumfeld zu analysieren.³ Soweit empirische Daten Eingang in Unternehmensbewertungskalküle finden sollen, sind sie kritisch hinsichtlich ihrer grundsätzlichen Eignung sowie auf etwaige Interdependenzen zu beurteilen. Die unreflektierte Verwendung ggf. krisenbedingt verzerrter empirischer Daten in auf theoretischen Kapitalmarktmodellen beruhende Bewertungsmodelle, die die Existenz solcher Daten aufgrund ihres Prämissenrahmens eigentlich ausschließen, als auch die Nichtberücksichtigung bestehender Interdependenzen zwischen Kapitalmarktparametern kann im Ergebnis zu lediglich gerechneten Größen ohne ökonomischen Gehalt führen, wenn sich Bewertungsergebnis und Realität extrem widersprechen. Letztendlich kann sogar die grundsätzliche Nichtanwendbarkeit entweder der (empirischen) Kapitalmarktdaten oder des jeweiligen (theoretischen) Bewertungsmodells resultieren, wenn beide im Extremfall nicht kompatibel sind. Die derzeitige Finanz- und Schuldenkrise kann, wie anhand nachfolgender Überlegungen gezeigt wird, als Extremsituation interpretiert werden. Trotz dieser Extremsituation

Abb. 1: Entwicklung CDAX und Renditen von Bundesanleihen seit 1. Juli 2011



sind Bewertungspraktiker in der Pflicht, unter Würdigung des Einzelfalles praktikable Lösungsansätze in Übereinstimmung mit den empirischen Beobachtungen zu entwickeln, ohne sich allzu sehr von der Bewertungstheorie zu entfernen.

II. Empirische Untersuchung

Die übliche Ermittlung von Marktrisikoprämien anhand von langfristigen historischen Renditezeitreihen lässt naturgemäß keine Aussagen zu aktuell krisenbedingten Veränderungen der Marktrisikoprämie zu. Die bloße Übernahme der bisher regelmäßig verwendeten Marktrisikoprämie ohne weitere Analysen scheidet vor dem Hintergrund des aktuellen Kapitalmarktumfelds und der beobachtbaren Widersprüche (siehe Kap. I) jedoch grds. aus. Vielmehr sind weitergehende Analysen zum konkreten Bewertungsfall geboten. Auch wenn vermutet werden kann, dass die Kursverläufe von Aktienmärkten vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheit in Folge der Finanz- und Schuldenkrise zum Teil auch irrationalen Übertreibungen folgen, ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Risikoaversion von Marktteilnehmern – reflektiert in der geforderten Risikoprämie – zum Ende des Jahres 2011 signifikant oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts liegt und folglich die historisch abgeleiteten Durchschnitte nach oben verschoben wird. Analysen zu aktuellen impliziten Risikoprämien für z.B. den US-amerikanischen Markt scheinen dies dem Grunde nach zu bestätigen⁴ (siehe Abb. 2 und 3 auf S. 4).

Die Abb. 3 zeigt eindrucksvoll, dass die Marktrisikoprämie a) keine Konstante in der Zeit ist sowie b) in keiner bestimmten Relation zum sicheren Zinssatz steht.⁶

Auch die Analyse von Risikoprämien anhand von Kreditversicherungen (CDS) zeigt einen Anstieg der Risikoprämien in der Finanz- und Schuldenkrise.⁷ Die von Investoren geforderte erhöhte Risikoprämie lässt sich im Übrigen auch an den Märkten für risikobehaftetes Fremdkapital beobachten. Dort führte das verminderte Zinsniveau für deutsche Bundesanleihen in der zweiten Jahreshälfte 2011 mitnichten zu einer Verringerung der Finanzierungskosten von Unternehmen in gleicher Höhe. Vielmehr wurde der Rückgang des Zinsniveaus durch erhöhte Risikozuschläge der Kreditgeber tendenziell (über)kompensiert (siehe Abb. 4 auf S. 4).

Basierend auf diesen auf unterschiedlichen Ansätzen beruhenden empirischen Beobachtungen kann insgesamt festhalten werden, dass die auf Grundlage üblicher langfristiger historischer Parameter abgeleitete Risikoprämie anzupassen ist. Diese Empfehlung wird grds. auch vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW ausgesprochen.⁸ Nach unserer Auffassung bedarf es jedoch einer krisenbedingten gesonderten Anpassung der Risikoprämie, da die momentane Situation an den Kapitalmärkten eine im Analysezeitraum für die Ableitung der Marktrisikoprämie einmalige historische Situation darstellt und über „normale“ Konjunkturzyklen, die in den derzeit vom IDW empfohlenen Bandbreiten für die Marktrisiko-



Ingo Bertram ist Senior Manager bei KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Berlin im Fachbereich Corporate Finance mit dem Tätigkeitsschwerpunkt Unternehmensbewertung.

Abb. 2: Entwicklung implizite Risikoprämie S + P 500

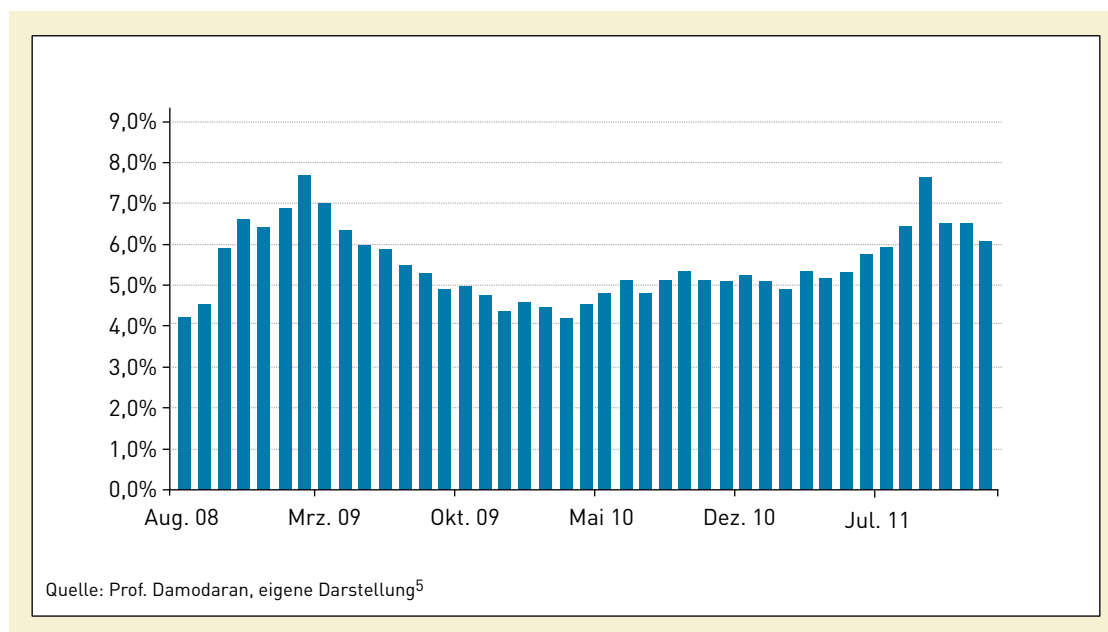


Abb. 3: Entwicklung implizite Risikoprämien und risikoloser Zins

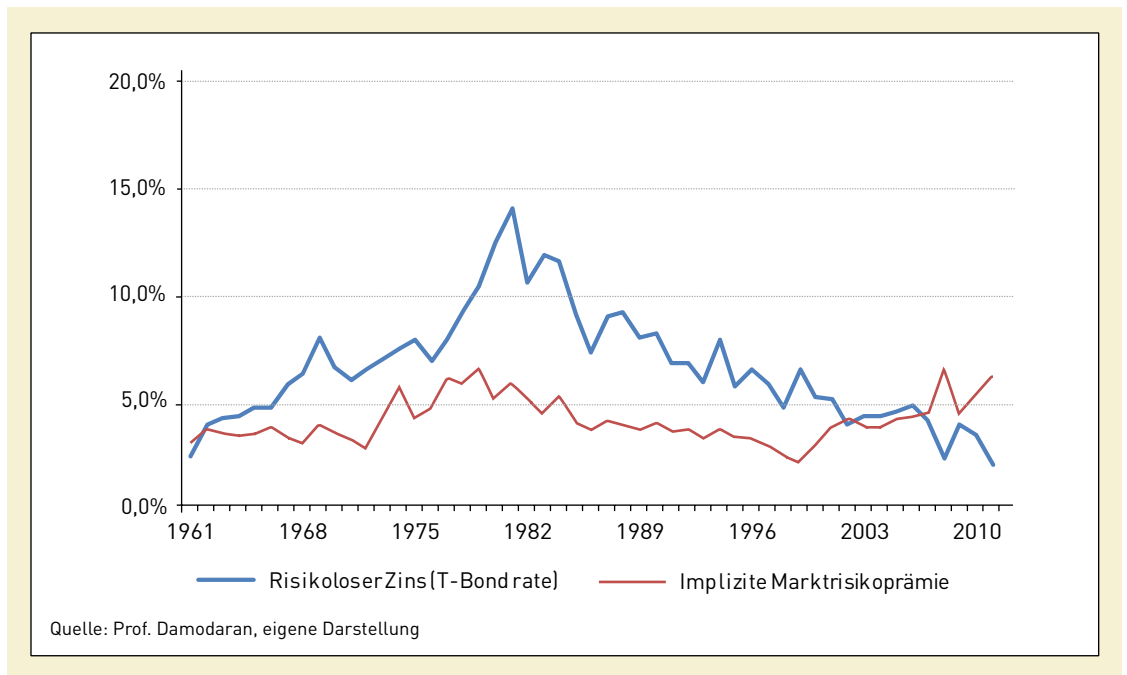
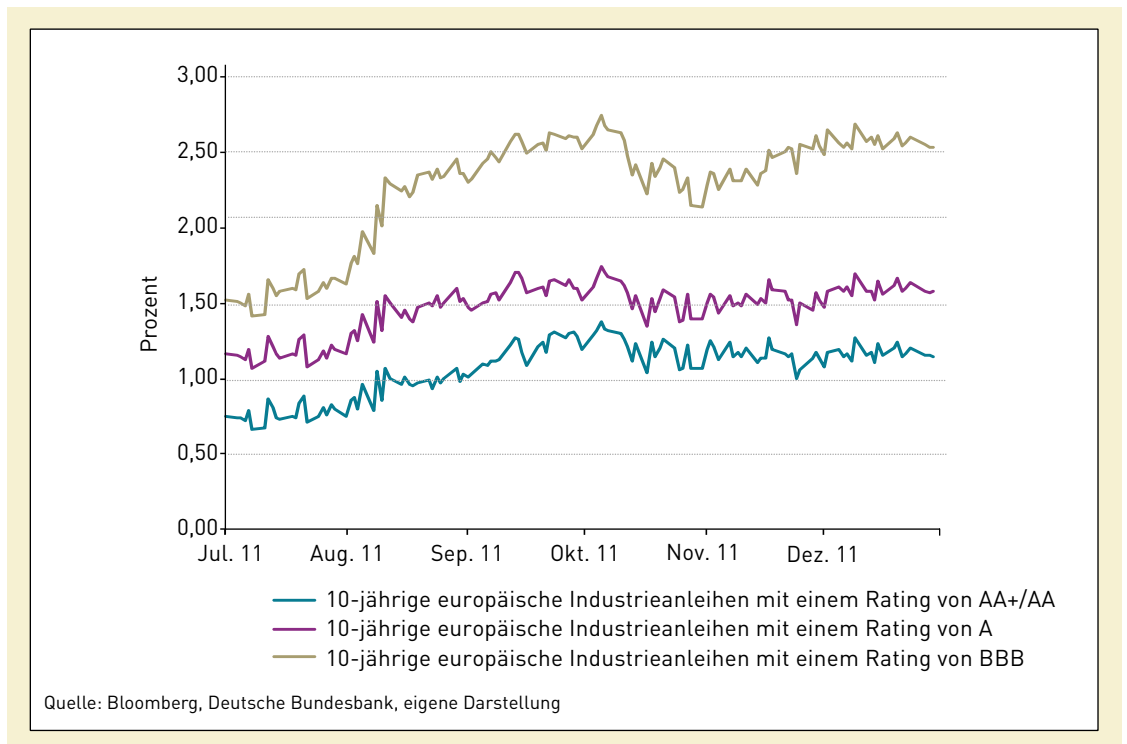


Abb. 4: Unterschied Rendite 10-jährige Industriefinanzen vs. 10-jährige Bundesanleihen

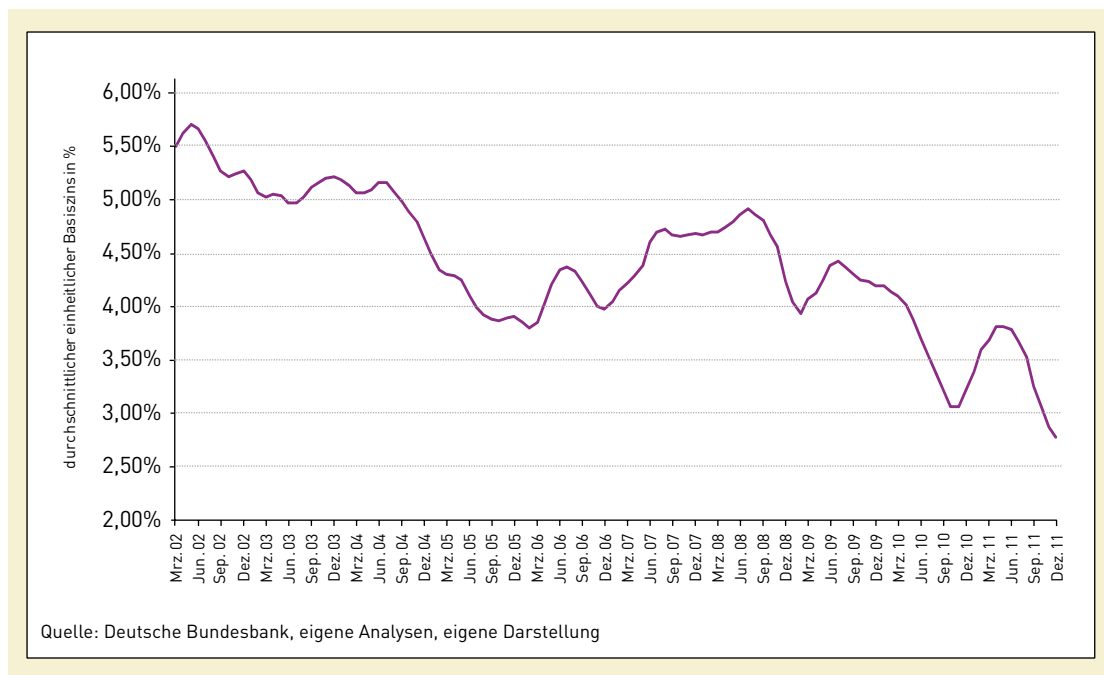


prämie reflektiert werden, deutlich hinausgeht. Die hierfür notwendige Quantifizierung der Höhe der Anpassung der langfristig durchschnittlichen Risikoprämie ist empirisch jedoch erst in späteren Jahren in einer Rückschau möglich. Folglich bedarf es alternativer intersubjektiv nachvollziehbarer Überlegungen und Methoden.

Wie die nachfolgende Abb. 5 auf S. 5 zeigt, ist der Basiszinssatz seit der Euro-Bargeldeinführung am 1. 1. 2002 auf ein historisch niedriges Niveau von unter 3% p.a. (zum 31. 12. 2011 2,75%) gefallen.

Das Renditeniveau von deutschen Bundesanleihen zum Ende des Jahres 2011 ist durch die erhebli-

Abb. 5: Entwicklung Basiszinssatz (3-Monats-Durchschnitt, ungerundet)



Professionelle Bewertungen für Ihren Erfolg

Sie wollen ein Unternehmen kaufen, Ihr Unternehmen verkaufen oder sich von unrentablen Unternehmensteilen trennen? Dabei suchen Sie nach dem fairen Preis?

Die Bewertungsexperten unseres Competence Centers Transactions beraten Sie bei der Preisfindung. Individuell, kompetent, schnell. Nutzen Sie die langjährige Expertise unserer Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte und Unternehmensberater. Sie liefern Ihnen sichere Grundlagen für Ihre unternehmerischen und privaten Gestaltungsmaßnahmen und helfen Ihnen, die richtigen Entscheidungen zu treffen. Unser interdisziplinäres Competence Center Transactions bietet Ihnen professionelle Transaktionsunterstützung und begleitet Sie bei jedem Schritt einer Transaktion, fokussiert und entscheidungsorientiert.

RölfsPartner gehört zu den Top 10 der erfolgreichsten M&A-Beratungshäuser in Deutschland.

Abb. 6a: Rendite 10-jährige Bundesanleihe vs. Inflationsrate

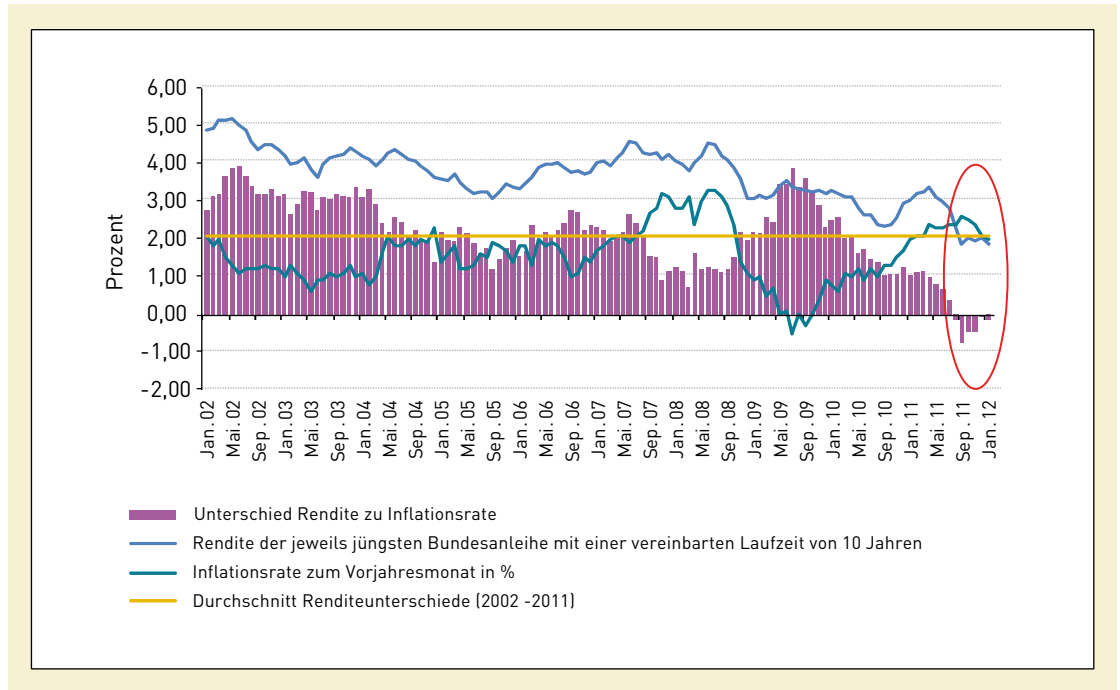
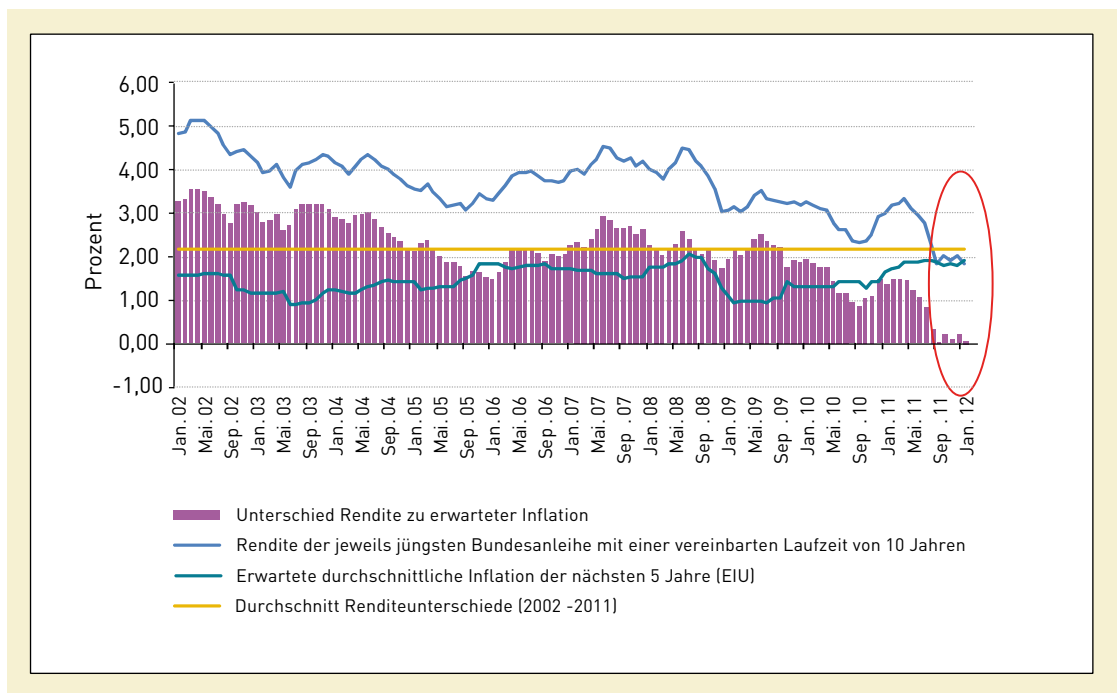


Abb. 6b: Rendite 10-jährige Bundesanleihe vs. erwarteter Inflation



che Verunsicherung an den internationalen Kapitalmärkten, verursacht durch die Finanz- und Schuldenkrise, stark beeinflusst. Da Deutsche Bundesanleihen von einer Vielzahl von Kapitalmarktteilnehmern als einer der wenigen verbliebenen „sicheren Häfen“ gesehen werden,⁹ führt die erhöhte Nachfrage zu entsprechend steigenden Kursen und sinkenden Renditen. Durch die Erweiterung der Betrachtung um Inflationsdaten

erhält man die implizite Realzinsforderung von Investoren (als Differenz zwischen der Rendite der deutschen Bundesanleihen als eine quasi-risikolose Kapitalmarktanlage und einem geforderten Inflationsausgleich). Diese Analyse zeigt, dass Investoren derzeit offensichtlich bereit sind, nicht nur eine im historischen Vergleich niedrige, sondern teilweise sogar eine negative Realverzinsung in Kauf zu nehmen, da die aktuellen sowie die

Abb. 6c: Rendite 30-jährige Bundesanleihe vs. Inflationsrate

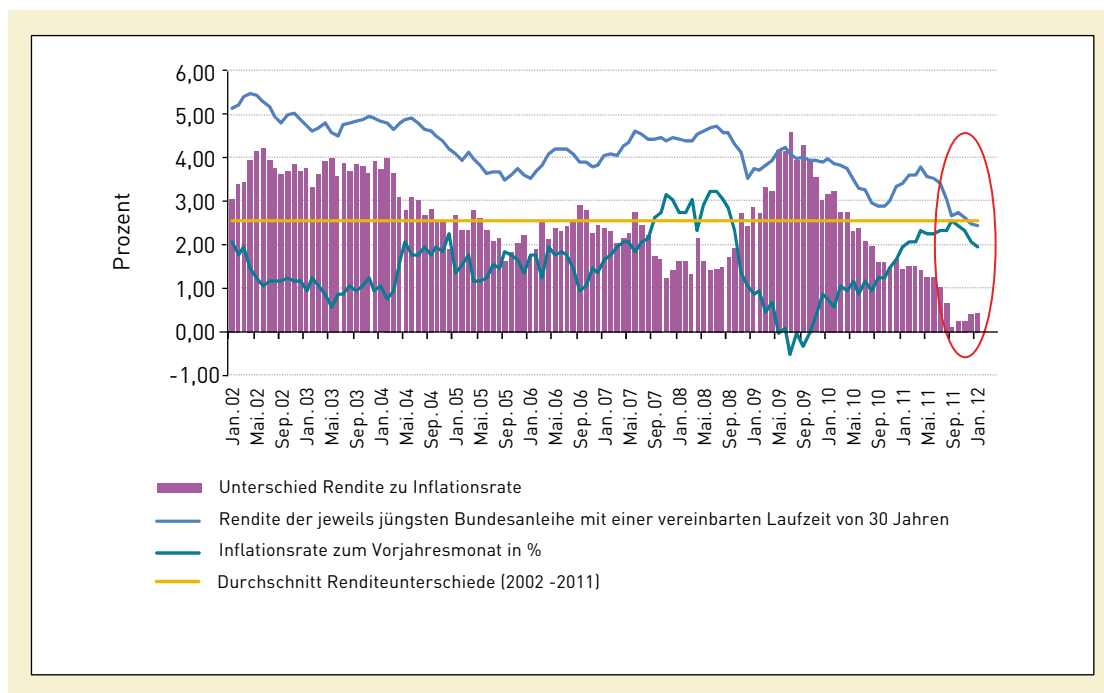
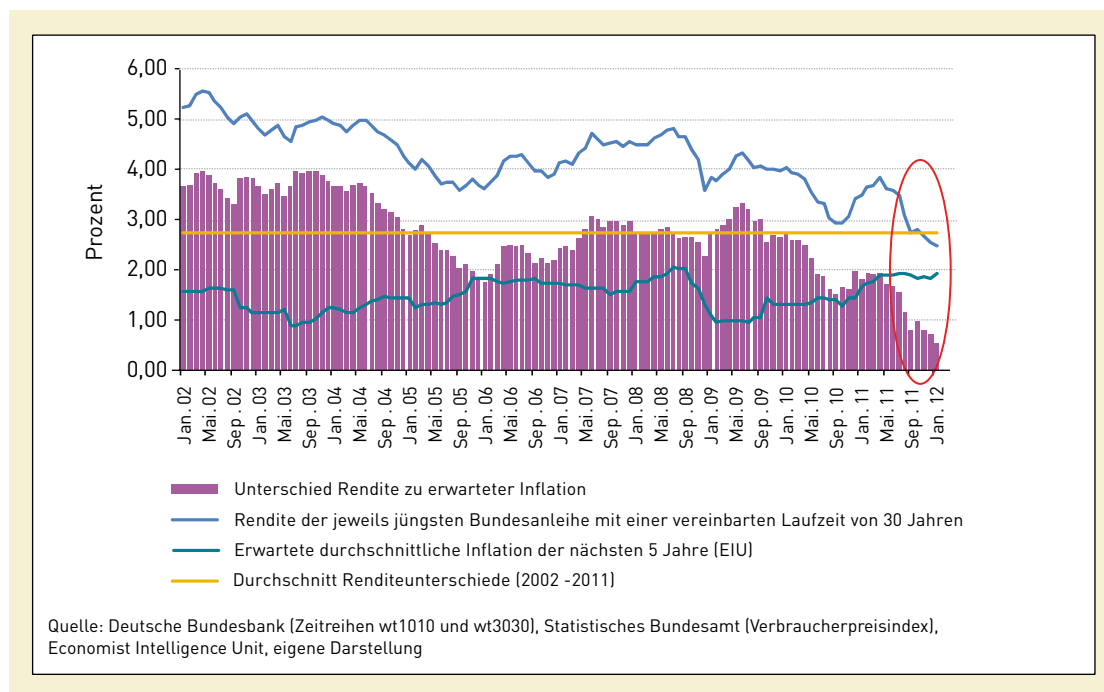


Abb. 6d: Rendite 30-jährige Bundesanleihe vs. erwarteter Inflation



erwarteten Inflationsraten¹⁰ für viele Laufzeiten höher als die nominalen Renditen der deutschen Bundesanleihen sind.¹¹

Die Abb. 6a-6d auf den Seiten 6 und 7 stellen die Rendite von Bundesanleihen mit Laufzeiten von 10 und 30 Jahren in der Vergangenheit den zeitgleich bestehenden sowie den erwarteten Inflationsraten gegenüber.

Die vorstehenden Analysen dokumentieren nicht nur, dass die Realverzinsung, die deutsche Bundesanleihen Ende des Jahres 2011 bieten, deutlich unterhalb langjähriger Mittelwerte liegt,¹² sondern im Besonderen auch, dass in dieser Zeit negative Realzinsen am Markt zu beobachten sind.¹³ Zusammenfassend ist festzustellen, dass es sich bei dem zum Ende des Jahres 2011 beobachtbaren Renditeniveau für deutsche Bundesanleihen

Tab. 1: Entwicklung der Realverzinsung

Entwicklung Realverzinsung (Basis: historische Inflation)			Entwicklung Realverzinsung (Basis: erwartete Inflation)		
Zeitraum	Realverzinsung per 31. Dezember 2011		Zeitraum	Realverzinsung per 31. Dezember 2011	
	10-jährige Anleihen	30-jährige Anleihen		10-jährige Anleihen	30-jährige Anleihen
Ø 3 Monate (analog Basiszins)	-0,33%	0,34%	Ø 3 Monate (analog Basiszins)	0,17%	0,84%
Ø 1994 - 2011	n/a	3,52%			
Ø 2002 - 2011	2,11%	2,64%	Ø 2002 - 2011	2,22%	2,74%
Ø 1994 - 2006	n/a	4,04%			
Ø 2002 - 2006	2,57%	3,08%	Ø 2002 - 2006	2,59%	3,10%
Ø 2007 - 2011	1,65%	2,19%	Ø 2007 - 2011	1,84%	2,38%

Quelle: eigene Darstellung

offensichtlich um eine von der Finanz- und Schuldenkrise massiv verzerrte Kapitalmarktsituation handelt, die in dieser Art und Weise und diesem Ausmaß einzigartig ist.

Da es nach unserer Einschätzung keine Anzeichen dafür gibt, dass Investoren zukünftig nachhaltig eine erheblich niedrigere Realverzinsung ihrer eingesetzten Mittel als in der Vergangenheit akzeptieren werden, gehen wir davon aus, dass es sich bei der gegenwärtigen Situation um einen temporär begrenzten Effekt handelt, der sich bei einer Beruhigung der Kapitalmärkte auf mittlere Frist wieder normalisiert. Die gesamte Zinsstrukturkurve wäre aufgrund der aktuellen Finanz- und Schuldenkrise übergangsweise nach unten verschoben, verbunden mit dem in extremen Hoch- und Tiefphasen beobachtbaren (temporär) veränderten Verhalten von Marktteilnehmern, z. B. bezüglich ihrer Wahrnehmung und Einschätzung von Risiko. Der Rückgang der Renditen von deutschen Bundesanleihen ist für sich gesehen jedoch vor dem Hintergrund des Stichtagsprinzips kein Grund, diese nicht für das Bewertungskalkül zu verwenden.

III. Auswirkungen auf Unternehmensbewertungskalküle

Im Zusammenhang mit dem Ende des Jahres 2011 historisch niedrigen Zinsniveau in Deutschland können u. E. grds. zwei Thesen in Bezug auf die maßgeblichen (Real-)Renditeerwartung von Investoren und hieraus abzuleitenden Implikationen für Unternehmensbewertungskalküle unterschieden werden.¹⁴

So könnten Investoren einerseits von nachhaltig relativ stabilen (Real-)Renditeerwartungen ausgehen und das niedrige Zinsniveau deutscher Bundesanleihen Ende des Jahres 2011 als temporär begrenzten krisenbedingten Effekt einordnen. Der stichtagsbedingt gebotene Ansatz des aktuellen

Zinsniveaus im Bewertungskalkül muss bei der Bestimmung konsistenter Kapitalkosten jedoch einhergehen mit ebenfalls empirisch beobachtbaren Veränderungen bei der Risikoprämie. In Ermangelung belastbarer Methoden zur Bestimmung kürzlich gestiegener Risikoprämien haben wir zur Bestimmung methodenkonformer Kapitalkosten unsere Analysen auf nachvollziehbare Verfahren und beobachtbare Kapitalmarktdaten gestützt. Diese basieren auf den in Kap. II untersuchten Daten zum Basiszins und Renditen von deutschen Bundesanleihen. Sie können die unmittelbare Quantifizierbarkeit der kürzlich gestiegenen Risikoprämie zwar nicht ersetzen, geben im Zusammenhang mit unseren Überlegungen zu einem nachhaltig von Anteilseignern geforderten (Real-)Renditeniveau jedoch belastbare Ergebnisse, in welcher Bandbreite sich eine aktuelle Veränderung der nachhaltigen Risikoprämie bewegen könnte.

Wird basierend auf den vorstehenden Darstellungen (so auch Tab. 1) eine langfristige durchschnittliche Renditeerwartung der Anteilseigner in Form der Realverzinsung von 2,0% - 2,5% p.a. sowie ergänzend die Inflationserwartung für Deutschland zum Ende des Jahres 2011 von ca. 2,0% p.a. herangezogen, ermittelt sich ein Wert von 4,0% - 4,5% p.a. Im Vergleich zum auf der Grundlage der Zinsstrukturdaten zum Ende des Jahres 2011 bestimmten Basiszins i. H. von 2,75% resultiert eine Diskrepanz in einer Bandbreite von rd. 1,25% - 1,75%-Punkten. Zur Abbildung der empirisch beobachtbar angestiegenen Marktrisikoprämie halten wir im Rahmen der Bestimmung methodenkonformer Kapitalkosten einen pauschalen Zuschlag auf die Kapitalkosten i. H. dieser Bandbreite für sinnvoll und angemessen und folgen damit auch internationaler Bewertungspraxis (so verwenden z. B. US-amerikanische Bewerter derzeit ebenfalls einen erhöhten Risikozuschlag).

Andererseits könnten Investoren nachhaltig reduzierte (Real-)Renditeerwartungen haben. Das

erwartete Zinsniveau deutscher Bundesanleihen würde auch zukünftig mittel- bis langfristig auf einem niedrigen Niveau verharren und Investoren würden ihr Verhalten in Form einer verminderten (Real-)Renditeerwartung daran ausrichten. Eine Anpassung der Risikoprämie wäre nicht erforderlich. Für Zwecke der Unternehmensbewertung wäre demnach von verminderten Kapitalkosten auszugehen. Wird ferner davon ausgegangen, dass nach der Finanz- und Schuldenkrise eine dauerhaft expansive Geldpolitik der Notenbanken das nachhaltig niedrige (Real-)Zinsniveau von deutschen Bundesanleihen verursacht, wäre in Verbindung mit einer Ausweitung der Geldmenge zu erwarten, dass hieraus eine Erhöhung von Investitionen und eine Verschärfung des Wettbewerbs, z.B. durch den Eintritt neuer Wettbewerber oder aggressive Expansionsstrategien bestehender Wettbewerber resultiert. Dies wäre verbunden mit der Konsequenz von mittel- bis langfristig verminderten Kapitalrenditen der Unternehmen, d. h. eine Beeinträchtigung der Ertragskraft der Unternehmen, da grds. davon auszugehen ist, dass auf funktionierenden Märkten die erzielbaren Unternehmensrenditen sich der Grenzrenditeerwartung der Investoren annähern, weil Überrenditen infolge von Arbitrageprozessen nachhaltig nicht erzielbar sind. Die zu erwartenden sinkenden Kapitalrenditen der Unternehmen müssen sich dann entsprechend in der Ertragsersparung der Unternehmensplanung, zumindest jedoch in der Reduzierung des nachhaltigen Ergebnisses bei der Unternehmensbewertung widerspiegeln. Nach unseren Erfahrungen ist eine solche verminderte Erwartung in Bezug auf die Entwicklung der Unternehmensrendite jedoch derzeit regelmäßig nicht erkennbar. Die Annahme mittel- und langfristig sinkender Unternehmensrenditen ist in den aktuellen Planannahmen von Unternehmen regelmäßig nicht reflektiert. Zur Einhaltung der Äquivalenz hinsichtlich des erwarteten Rückgangs der Alternativrenditen und damit des Kapitalisie-

rungszinssatzes wäre deshalb das nachhaltige Ergebnisniveau des Bewertungsobjektes entsprechend anzupassen.

IV. Zusammenfassung

Wesentliche Parameter bei der Bestimmung von Kapitalkosten für Zwecke der Unternehmensbewertung sind derzeit durch die Finanz- und Schuldenkrise verzerrt. Unterschiedliche Erhebungsmethoden zeigen erwartungsgemäß einen Anstieg der Risikoprämien risikobehafteter Titel. Das Basiszinsniveau hingegen bewegt sich derzeit auf einem historischen Tiefpunkt. Eine unreflektierte Übernahme dieses Basiszinsniveaus bei der Bestimmung von Kapitalkosten für Unternehmensbewertungen führt c.p. zu nach oben verzerrten Unternehmenswerten und dem Widerspruch auseinanderstrebender Werte und Preise (steigende berechnete Werte – sinkende beobachtbare Preise). Stichtagsbedingt ist der Ansatz des niedrigen Basiszinsniveaus geboten. Zur Berücksichtigung des beobachtbaren Anstiegs der Risikoprämien haben wir ausgehend von Analysen zu Renditen von deutschen Bundesanleihen einen intersubjektiv nachprüfbaren Zuschlag auf die Kapitalkosten abgeleitet, der unseres Erachtens zu widerspruchsfreien Unternehmenswerten führt. Alternativ kann unter der Annahme nachhaltig reduzierter Renditeerwartungen auch eine Reduzierung der Planerträge des Bewertungsobjektes erfolgen. Beide Vorgehensweisen lassen sich grds. ineinander überführen. Da Unternehmen derzeit aber in der Regel (noch) keine Anpassung ihrer Planungsrechnung vornehmen, präferieren wir die Anpassung der Kapitalkosten. Die vorgeschlagene Vorgehensweise löst den Widerspruch eines gegensätzlichen Trends der Entwicklung von Unternehmenswerten und -preisen, der sich aus einer unreflektierten Übernahme des aktuellen Basiszinsniveaus ergäbe.

1 Gekürzte Fassung des in CFB 02/2012 S. 70-80 veröffentlichten Beitrags von *Zeidler/Tschöpel/Bertram* Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise.

2 <http://www.finexpert.info/capital-market-data/multiples.html> (Stand 20.12. 2011) Aktualisierung per 15. 10. 2011, sowie *Arnold, The Development of Multiples over the Financial Crisis, An analysis for German industry multiples* unter http://www.finexpert.info/fileadmin/user_upload/capital_market_data/The_Development_of_Multiples_over_the_Financial_Crisis_Finexpert_final.pdf (Stand 20.12. 2011).

3 Zwar ist der Unterschied zwischen Preis und Wert grds. zu beachten, gleichzeitig erscheint es jedoch betriebswirtschaftlich fragwürdig, wenn theoretische Modelle steigende Werte erzeugen, während beobachtbare Marktpreise deutlich sinken.

4 Die diesen Betrachtungen zu Grunde liegenden Methoden zur Ableitung impliziter Risikoprämien sind allerdings konzeptionell angreifbar und können daher nicht für die unmittelbare

Ableitung einer erhöhten Risikoprämie dienen. Insbesondere die implizit unterstellte Identität von Preis (in Gestalt der Marktkapitalisierung) und Wert, die hohen Reagibilitäten der ermittelten impliziten Kapitalkosten bei Prognosemodelländerungen, notwendige Vereinfachungen bei der Analyse einer Vielzahl von Unternehmen auf der Basis öffentlich zugänglicher Informationen sowie die starke Gewichtung zeitnaher Erwartungen bzw. langfristig angewandter Multiple-Verfahren zur Abschätzung des Terminal Value durch Analysten sprechen konzeptionell und methodisch gegen eine rein implizite stichtagsbezogene Schätzung von Marktrisikoprämien, insbesondere in „normalen“ Zeiten. *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006 S. 1017*. In Krisenzeiten lassen sich mittels dieser Methoden jedoch von den langfristigen Durchschnitten abweichende Extremausprägungen gut zeigen. *Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 2012 S. 70 ff.*

5 Basierend auf: *Damodaran, Stern School of Business at New York University, www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xls* sowie <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histimpl.xls>.

- 6 A.A. Knoll, in diesem Heft S. 11-14.
- 7 Berg, The term structure of risk premia – new evidence from the financial crisis, Europäische Zentralbank, working paper series 1165, März 2010.
- 8 In seinem vorläufigen Hinweis zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. 1. 2012 empfiehlt der FAUB zu prüfen, ob der aktuellen Kapitalmarktsituation mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand empfohlenen Bandbreiten von 4,5% bis 5,5% für die Marktrisikoprämie vor Einkommensteuern sowie von 4,0% bis 5,0% nach Einkommensteuern Rechnung getragen wird.
- 9 Vgl. beispielsweise ECB Monthly Bulletin 10.2011, S. 41 f; ECB Monthly Bulletin 11.2011, S. 27; Deutsche Bundesbank Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 31; Deutsche Bundesbank Monatsbericht August 2011, S. 45; Handelsblatt: „Sicherheit um jeden Preis: Begehrte Bundesanleihen“ vom 11. 11. 2011, Handelsblatt: „Erstmals negative Rendite: Anleger zahlen bei Bundesanleihen drauf“ vom 9. 1. 2012.
- 10 Für die Bestimmung der Inflationsraten wurden sowohl jeweils aktuelle Ist-Inflationsraten auf Basis von Daten des Statistischen Bundesamtes als auch für die nächsten fünf Jahre durchschnittlich erwartete Inflationsraten von Analysten der Economist Intelligence Unit herangezogen.
- 11 Zieht man darüber hinaus in Betracht, dass Investoren selbst deutsche Bundesanleihen zum Ende des Jahres 2011 nicht mehr als völlig risikolos betrachten, sondern ihnen möglicherweise eine gewisse Ausfallwahrscheinlichkeit zuordnen, enthalten die beobachtbaren Renditen deutscher Bundesanleihen auch eine Risikokomponente. Die Realverzinsungskomponente der beobachtbaren Renditen reduziert sich damit noch weiter. Ein Indiz hierfür ist die Entwicklung von Kreditversicherungen (sog. CDS – Credit Default Swaps) auf deutsche Bundesanleihen. Diese sind Ende des Jahres 2011 deutlich gestiegen auf ein Niveau von über 100 Basispunkten bzw. 1% teilweise sogar auf ca. 140 Basispunkte bzw. 1,4%.
- 12 Für den Zeitraum 1960 bis 2001 ermittelt die Deutsche Bundesbank die durchschnittliche Realverzinsung auf Basis von Laufzeiten von ca. 5 Jahren sogar mit ca. 4%; vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2001, S. 41.
- 13 Aufgrund der direkten und damit besseren Messbarkeit von Realverzinsungen haben wir auch inflationsgeschützte Staatsanleihen analysiert. Es zeigt sich auch bei der Analyse von US-amerikanischen und deutschen inflationsgeschützten Staatsanleihen ein ähnliches Bild.
- 14 Es lässt sich zeigen, dass ungeachtet vorstehender Thesen zutreffende Anpassungen in den Bewertungskalkülen zu äquivalenten Unternehmenswerten führen, vgl. unser Beispiel in *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, CFB 2012 S. 79.

Impressum

BewertungsPraktiker

BewertungsPraktiker Ausgabe 01-2012
Der Bewertungsservice von DER BETRIEB
und der IACVA (International Association of
Consultants, Valuators and Analysts)

Kooperationspartner:

IACVA GmbH
Schweinfurter Weg 58 a
60599 Frankfurt am Main
Telefon: 069/70798735
Telefax: 069/70798734
E-Mail: info@iacva.de
Internet: www.iacva.de

Redaktion:

WP StB CVA Dipl.-Kfm. Andreas Creutzmann
CVA Dipl.-Kfm. Wolfgang Kniest
E-Mail:
bewertungspraktiker.redaktion@fachverlag.de
Manuskripte bitten wir an die Redaktion zu senden.

Objektleitung/Produktmanagement

Marko Wieczorek
Telefon: 02 11/887 - 1476
E-Mail: m.wieczorek@fachverlag.de

Verlag:

Fachverlag der Verlagsgruppe
Handelsblatt GmbH
Grafenberger Allee 297, 40237 Düsseldorf,
Postfach 10 11 02, 40002 Düsseldorf

Geschäftsführung:

Johannes Höfer
Dr. Michael Stollarz

Anzeigeleitung:

Ralf Pötzsch
Tel.: 0211/887 1490, Fax: 0211/887 1508
E-Mail: r.poetzsch@fachverlag.de
Preisliste Nr. 53 vom 01.01.2010

Bankverbindung:

Commerz Bank AG, Düsseldorf, BLZ: 300 800 00,
Kto-Nr. 212 665 500

Marketing und Vertrieb:

Firas Kharrat
Telefon: 0211/887 - 1467
E-Mail: f.kharrat@fachverlag.de

Kundenservice:

Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt
GmbH, Kundenservice Fachverlag,
Berner Str. 2, 97084 Würzburg,
Postfach 92 54, 97092 Würzburg
Telefon Inland: 0800/0001637 (kostenfrei)
Fax Inland: 0800/0002959 (kostenfrei)
Telefon Ausland: +49 (0) 211/887 - 3670
Fax Ausland: +49 (0) 211/887 - 3671
E-Mail: fz.aboservice@fachverlag.de

Bezugspreise:

BewertungsPraktiker erscheint quartalsweise.
Einzelhefte: 16 Euro zzgl. 1,30 Euro Versandkosten

(inkl. MwSt.). Jahresvorzugspreis: Inland 60 Euro
zzgl. 4 Euro Versandkosten (inkl. MwSt.).

Auslandsabonnement jährlich 60 Euro
(Angaben zu MwSt. und Versandkosten im Ausland
finden Sie unter www.fachverlag.de/bezugspreise).

Abonnementkündigungen sind mit einer Frist von 21
Tagen zum Ende eines Bezugsjahres möglich.

Im Fall höherer Gewalt (Streik oder Aussperrungen)
besteht kein Belieferungs-
oder Entschädigungsanspruch.

BewertungsPraktiker wird sowohl im Print als auch
auf elektronischem Weg (z. B. Datenbank, CD-ROM,
Newsletter etc.) vertrieben.

Nachdruck und Vervielfältigung jeder Art sind
nur mit Genehmigung des Verlags zulässig.

Herstellung:

L.N. Schaffrath, 47608 Geldern

Art Direktion & Layout:

S3 Advertising
Bilker Allee 216
40215 Düsseldorf
Telefon: 0211/8628990
Telefax: 0211/8628991
E-Mail: experts@s3-advertising.com

ISSN: 1867-3546