

# VALUE

---

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q3

2019

## Rechtsprechung

Wechselwirkungen zwischen  
Marktrisikoprämie und Betafaktor

## Basiszinssatz

Basiszinssatz auf historischem  
Tiefstand

## Marktrisikoprämie

Der FAUB wird im Zusammenhang mit  
der Marktrisikoprämie aktiv

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Höhe der Marktrisikoprämie in Abhängigkeit von der Höhe des Betafaktors – OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10.04.2019, 26 W 6/17(AktE) –

Das OLG Düsseldorf hat mit Beschluss vom 10.04.2019 (26 W 6/17) entschieden, dass bei der Ermittlung einer Barabfindung eine Marktrisikoprämie von 5,0 % vor Steuern angemessen ist, sofern der Betafaktor entsprechend angepasst wird. Mit dem Beschluss bringt das OLG Düsseldorf zum Ausdruck, dass die Marktrisikoprämie sowie der Betafaktor keine voneinander unabhängig zu betrachtenden Parameter bei der Ermittlung von Eigenkapitalkosten i.S.d. Capital Asset Pricing Model (CAPM) sind. Die Marktrisikoprämie und der Betafaktor repräsentieren nach dem CAPM bei der Ermittlung von Kapitalkosten für Zwecke der (Unternehmens-)bewertung zusammen den Risikozuschlag, den ein Investor aufgrund einer Investition in risikobehaftete Anlagen zusätzlich zum risikolosen Basiszinssatz als Rendite fordert. Während die Marktrisikoprämie das allgemeine Marktrisiko widerspiegelt, werden im Betafaktor die unternehmensspezifischen (systematischen) Risiken erfasst. Mithilfe des Betafaktors wird das allgemeine Marktrisiko an die spezifische Risikostruktur des konkreten Bewertungsobjekts angepasst. Die Bestimmung der Marktrisikoprämie innerhalb der Unternehmensbewertung ist in Praxis und Wissenschaft immer wieder Gegenstand von Auseinandersetzungen. Eine allgemein anerkannte, auf wissenschaftlich fundierten Methoden beruhende Marktrisikoprämie existiert bislang nicht. In der Bewertungspraxis erfolgt bezüglich der Höhe der Marktrisikoprämie regelmäßig eine Orientierung an den vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) veröffentlichten Bandbreiten. Derzeit

empfiehlt das IDW den Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in einer Bandbreite zwischen 5,0 % und 6,0 % respektive nach persönlichen Steuern zwischen 5,5 % und 7,0 %. Das OLG Düsseldorf verdeutlicht mit seinem Beschluss vom 10.04.2019, dass die Höhe der Marktrisikoprämie auch von der Höhe des unternehmensspezifischen Betafaktors abhängt, mithin beide Parameter beim konkreten Bewertungsfall zusammen zu betrachten sind. Entscheidend ist insofern, dass der Risikozuschlag, mithin die Kombination von Marktrisikoprämie sowie Betafaktor, das Unternehmensrisiko sachgerecht widerspiegeln.

### Weitere Rechtsprechung

OLG München – 31 Wx 185/17, 20.03.2019  
Gerichtliches Sachverständigengutachten bei der Ermittlung der Barabfindung für ausgeschlossene Minderheitsaktionäre

LG Frankfurt – 3-05 O 68/17, 04.02.2019  
Hochrechnung des Börsenkurses zur Ermittlung der angemessenen Abfindung im Spruchverfahren



## Historischer Tiefstand

### – Basiszinssatz nach IDW S 1 zum 01.09.2019 mit 0,20 % nahe null –

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase eine Empfehlung für die Vorgehensweise bei der Rundung des Basiszinssatzes ausgesprochen. Sofern dieser unter einem Prozentpunkt liegt, ist der für die Unternehmensbewertung relevante Basiszinssatz auf 1/10-Prozentpunkte zu runden. Bei Zinssätzen oberhalb von 1,00 % ist der Zinssatz weiterhin auf ¼-Prozentpunkte zu runden. Nachhaltig wirkt sich das anhaltende Niedrigzinsniveau, das sich gegenwärtig eher verschärft, auch auf den Basiszinssatz und damit zu ermittelnde Unternehmenswerte aus. Nachdem der Basiszinssatz im November und Dezember 2018 jeweils noch auf 1,25 % zu runden war, sinkt dieser seit dem Beginn des Jahres 2019 ab. Dass es sich dabei nicht um einen kurzfristigen Einbruch nach unten handelte, zeigt die weitere Entwicklung im Jahr 2019. Der Basiszinssatz zum 01.09.2019 beläuft sich gerundet auf 0,2 %. Der ungerundete Basiszinssatz fällt im Vergleich zum Vormonat von rd. 0,46 % auf rd. 0,21 %. Damit verbleibt der Basiszinssatz zum 01.09.2019 weiterhin deutlich unter der 1,00%-Marke und hat per September 2019 sogar einen historischen Tiefstand erreicht. Seit Beginn des Jahres 2019 hat der Basiszinssatz nach IDW S 1 einen spürbar fallenden Trend. Anzeichen für nachhaltig steigende Zinssätze bestehen bislang nicht. Sollte die derzeit fallende Tendenz anhalten, ist ein weiteres Absinken auch unter den neuen historischen Tiefstand von 0,20 % nicht ausgeschlossen. Für aktuelle Bewertungsfälle bedeutet das niedrige Zinsniveau bei ansonsten unveränderten

Annahmen steigende (Unternehmens-)Werte. Nicht auszuschließen ist allerdings, dass seitens des IDW eine neue Empfehlung hinsichtlich der Bandbreite der Marktrisikoprämie veröffentlicht wird, um dem weiter gesunkenen Basiszinssatz Rechnung zu tragen bzw. den Rückgang des Zinsniveaus insoweit zu kompensieren. Bereits im Mai 2019 – als sich der bewertungsrelevante Basiszinssatz noch auf 0,70 % belief – hatte der FAUB angekündigt, sich kurzfristig abzustimmen, sofern der Basiszinssatz weiter sinken und die Auffassung bestehen sollte, dass die empfohlene Bandbreite zur Höhe der Marktrisikoprämie nicht mehr ausreicht. Dieser Punkt scheint nun erreicht. Eine Anpassung der aus dem Jahr 2012 stammenden Bandbreite hinsichtlich der vom FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie erscheint daher vor dem Hintergrund der Basiszinssatzentwicklung in 2019 nunmehr wahrscheinlich. Bei weiterer Verwendung der vom FAUB bislang empfohlenen Bandbreite der Marktrisikoprämie von 5,5 % bis 7,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern) führt der sinkende Basiszinssatz mit seinem aktuell historischen Tiefstand bei ansonsten unveränderten Annahmen zu einem Anstieg der Unternehmenswerte.

#### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2018 (CF), 7-8/2019, S. 242 ff.



## Aktuelle Empfehlungen des IDW zu den Bandbreiten zur Marktrisikoprämie auf dem Prüfstand

Der FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft) hält es derzeit noch für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämien an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren. Zugleich stehen angesichts des weiter rückläufigen Basiszinssatzes für Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 die bislang empfohlenen Bandbreiten der Marktrisikoprämien allerdings auf dem Prüfstand. Insbesondere vor dem Hintergrund eines abermals stark gesunkenen Basiszinssatzes und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion war seitens des FAUB zu prüfen, ob die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie angepasst werden sollen. Dem erneut nachhaltig gesunkenen Zinsniveau hinsichtlich des Basiszinssatzes stehen seit mehreren Jahren steigende oder zumindest stabile Gesamtmarktrenditen an den Aktienmärkten gegenüber. Diese Entwicklung hat nach Auffassung des FAUB auch Auswirkungen auf die Höhe der Marktrisikoprämie, die sich definiert als Differenz zwischen Gesamtmarktrendite und risikolosem Basiszinssatz. Mit sinkenden Basiszinssätzen und zumindest stabilen Gesamtmarktrenditen müsse nach Auffassung des FAUB auch ein Anstieg der Marktrisikoprämie einhergehen. Nach Analyse des FAUB im Rahmen seiner 134. Sitzung am 29.05.2019 wird derzeit in der Gesamtschau allerdings noch kein erneuter Handlungsbedarf gesehen, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie

anzupassen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktsituation wird seitens des FAUB aber empfohlen, bei Unternehmensbewertungen vor persönlichen Steuern zu prüfen, ob dieser Situation mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand der empfohlenen Bandbreite Rechnung zu tragen ist. Dies gilt grundsätzlich für alle Bewertungsanlässe, indes können abhängig von der Situation des einzelnen Bewertungsfalls im Rahmen der eigenverantwortlichen Beurteilung durch den Bewerter weitergehende Überlegungen angezeigt sein. Zudem hat der FAUB für die Zukunft beschlossen, sich kurzfristig abzustimmen, sofern der Basiszinssatz weiter sinken sollte. Ende Mai 2019 lag der Basiszinssatz für Zwecke der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 bei 0,70 %, im September beträgt der gerundete Basiszinssatz nur noch 0,20 %. Eine Anpassung der aus dem Jahr 2012 stammenden Bandbreite hinsichtlich der vom FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie erscheint daher vor dem Hintergrund der Basiszinssatzentwicklung in 2019 nicht unwahrscheinlich.

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung – Spannungsfeld zwischen Theorie, Rechtsprechung und Praxis (BB), 4/2019, S. 171 ff.

i

## Literatur

### Zwirner/Zimny

Berücksichtigung von Debt Beta bei der Bestimmung von Eigenkapitalkosten – zunehmende Akzeptanz in Praxis und Rechtsprechung (DB), 31/2019, S. 1694 f.

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2018 (CF), 7-8/2019, S. 242 ff.

### Zwirner/Zimny

Auswirkung der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung, in: Fink/Kunath (Hrsg.), Digitale Transformation im Finanz- und Rechnungswesen, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, 2019, S. 159 ff.

### Zwirner/Zimny

Auswirkungen der Leasing-Bilanzierung nach IFRS 16 auf den WACC (IRZ), 5/2019, S. 185 ff.

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung – Spannungsfeld zwischen Theorie, Rechtsprechung und Praxis (BB), 4/2019, S. 171 ff.

### Peemöller/Petersen/Zwirner (Hrsg.)

UnternehmensWert 9.0, Unternehmensbewertung mit Excel, Version 9.0, NWB Verlag, Herne, 9. Auflage, 2019.

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

15.10.2019

Aktuelles aus Jahresabschluss und Bewertung

18.10.2019

Unternehmensbewertung II

18.11.2019

Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung

27.11.2019

Aktuelle Fragen des Bilanzsteuerrechts

### Für Mandanten und Interessierte:

Aktuelle Rundschreiben aus den Bereichen Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, Recht und Unternehmensbewertung:

<http://www.kleeberg.de/Rundschreiben>

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Neuauflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

<http://www.handbuch-unternehmensbewertung.de/index.html>



## Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:  
[www.kleeberg-valuation.de](http://www.kleeberg-valuation.de)  
[www.unternehmensbewertung.de](http://www.unternehmensbewertung.de)  
[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)  
[unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de](mailto:unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de)

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Rundschreiben:



Hier finden Sie die aktuellen Publikationen zur Unternehmensbewertung:



### Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen in dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung umgesetzt werden.

© 09/2019. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Tax

Audit

Advisory

Legal