

Veröffentlicht in
BewertungsPraktiker
Nr. 4/2012

„Der Mythos der Objektivierung bei der Bestimmung
objektivierter Werte: Das Durcheinander von Zukunft und
Vergangenheit“

S. 130-132

Mit freundlicher Genehmigung vom
Fachverlag der Verlagsgruppe
Handelsblatt GmbH, Düsseldorf

(www.der-betrieb.de)

Dr. Werner Gleißner

Der Mythos der Objektivierung bei der Bestimmung objektivierter Werte: Das Durcheinander von Zukunft und Vergangenheit



Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG in Leinfelden-Echterdingen, ein auf betriebswirtschaftliche Methodenentwicklung und Top-Management-Consulting (Entscheidungsvorbereitung) spezialisiertes Unternehmen. Er ist Diplom Wirtschaftsingenieur und hat an der Universität Karlsruhe in Volkswirtschaftslehre promoviert.
Kontakt:
w.gleissner@FutureValue.de
www.FutureValue.de
www.werner-gleissner.de

I. Einleitung

Die Nutzung eines aus historischen Aktienrenditen abgeleiteten Beta-Faktors für die Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte (i. S. des IDW S1) wird – bei aller theoretischer und empirischer Kritik am CAPM – oft damit begründet, dass damit zumindest eine „Objektivierung“ einhergeht. Infolge des hehren Ziels der Objektivierung der Unternehmensbewertung wird eine zukunftsorientierte Schätzung des Umfangs der bewertungsrelevanten Risiken sehr skeptisch betrachtet. Diese Skepsis betrifft sowohl eine Prognose der an sich bewertungsrelevanten zukünftigen Beta-Faktoren als auch andere Methoden zur Berücksichtigung der zukünftigen Risiken, wie beispielsweise die Berechnung von Risikoabschlägen oder dem risikogerechten Diskontierungszinssatz auf Grundlage der Simulation zukünftiger Cashflows.¹

II. Mythos der Objektivierung

Tatsächlich ist der Vorteil der Objektivierung durch die Bestimmung von Beta-Faktoren auf Grundlage historischer Aktienrenditen ein reines Scheinargument. Zunächst ist das CAPM ein „ex ante-Modell“ und aus theoretischen Gründen sind damit eben die zukünftigen Beta-Werte in der Bewertung einzuziehen, was insbesondere in den in jüngster Zeit in empirischen Untersuchungen genutzten konditionalen CAPM-Varianten deutlich wird.² Zudem weiß natürlich jeder Bewertungspraktiker, dass auch aus historischen Aktienrenditen abgeleitete Beta-Faktoren keinesfalls objektiv sind. Durch die Wahl der Periodizität der betrachteten Renditen, der Länge des historischen Analysezeitraums, der Operationalisierung des nicht direkt messbaren „Marktportfolios“ und viele andere Einflussmöglichkeiten lässt sich auch mit historischen Daten praktisch jeder beliebige Beta-Faktor ableiten. Studien beispielsweise von Zimmermann (1997) und insbesondere Fernandez (2008) – verdeutlichen dies sehr eindrucksvoll.³

Besonders obskur wird die Argumentation mit den Vorteilen der Objektivierung bei Nutzung historischer Daten, wenn man die – neben dem Beta-Faktor als Risikomaß – drei weitere zentrale Größen der Unternehmensbewertung betrachtet, nämlich

- den risikolosen Basiszinssatz,
- die Marktrisikoprämie und
- die Erwartungswerte des Ergebnisses (Erträge oder Cashflows).

III. Marktrisikoprämie, Basiszins und Planergebnisse

Die Marktrisikoprämie wird (ähnlich dem Beta-Faktor) in der Bewertungspraxis vergangenheitsorientiert bestimmt, der risikolose Basiszinssatz ist dagegen zukunftsbezogen, ebenso wie natürlich auch die Prognosen bezüglich des Übernehmensergebnisses.

Bei der Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes werden spätestens seit der Überarbeitung des IDW S 1 im Jahr 2005 ausschließlich zukunftsbezogene, kapitalmarktorientierte Verfahren genutzt. Mit Verweis auf Verstöße gegen das Prinzip der Laufzeitäquivalenz und das Stichtagsprinzip wird eine vergangenheitsorientierte Ableitung des Basiszinssatzes über langfristige historische Durchschnittswerte abgelehnt.⁴ Es überrascht in der Hinsicht schon, dass bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie weiterhin eine vergangenheitsorientierte Ableitung vorliegt⁵, obwohl natürlich die gleichen Argumente wie beim risikolosen Basiszinssatz für eine zukunftsorientierte Ableitung sprechen⁶, zumal die Verknüpfung von „vergangenheitsorientierten Marktrisikoprämien“ mit „zukunftsorientierten Basiszinssätzen“ auch noch in sich inkonsistent ist.

Wenn man tatsächlich in einer Vergangenheitsorientierung Vorteil bezüglich der Objektivierung erwartet, sollte man diese Vorteile auch bei der Bestimmung von risikolosem Basiszinssatz und Ergebnisgrößen nutzen. Ein Durcheinander zwischen vergangenheits- und zukunftsorientierten Größen ist unter keinen Umständen sinnvoll und führt unvermeidlich zu Inkonsistenzen.

Gerade bezogen auf die Planwerte der Erträge und Cashflows wird wohl kaum jemand argumentieren, dass man hier z. B. historische Durchschnittswerte der Vergangenheit für eine Bestimmung der Zukunftserfolgswerte eines Unternehmens nutzen sollte. Wenn man jedoch die – natürlich auch nur begrenzt intersubjektiv nachvollziehbaren – prognostizierten Erträge oder Cashflows in die Bewertung einfließen lässt, erschließt sich nicht, dass man die diesen zuordenbaren Risiken aus einem anderen Zeitraum ableitet. Bekanntlich sind Risiken nichts anderes als die Möglichkeit von Planabweichungen, was Chancen und Gefahren einschließt. Schon für die Bestimmung der auch im IDW S 1 explizit angesprochenen „Erwartungswerte“ der Erträge und Cashflows benötigt man zudem im Allgemeinen Informationen über die

Chancen und Gefahren (Risiken), da Erwartungswerte gerade eben das Resultat des Durchschnitts aller risikobedingt möglichen Zukunftsszenarien darstellen.⁷ Hier zu berücksichtigen ist auch der Bewertungsrelevanz der zukünftigen Insolvenzwahrscheinlichkeit des Unternehmens, die unter anderem eben auch wieder von den zukünftigen Unternehmensrisiken abhängt.⁸ In den neuen „Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung“ wird daher auch konsequenterweise gefordert, Transparenz zu schaffen über Chancen und Gefahren (Risiken) und den aggregierten Umfang von Risiken, um die Planwerte „erwartungstreu“ abzuleiten.

In der Praxis der Unternehmensbewertung, die in Deutschland stark durch den IDW S 1 geprägt wird, wird die Marktrisikoprämie in der Regel gestützt auf historische Daten abgeleitet und lediglich in größeren Abständen gem. Vorschlag des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) adjustiert. Bis vor kurzem war die IDW-Empfehlung für die Marktrisikoprämie bei 4% bis 5% (nach Est) bzw. 4,5% - 5,5% (vor Est).⁹ In der Zwischenzeit hat das IDW vorgeschlagen, die Marktrisikoprämie auf 5% bis 6% (nach Est) bzw. 5,5% bis 7% (vor Est) anzupassen.¹⁰ Gem. des IDW S 1 ist allerdings der Zinssatz der risikolosen Anlage (unter Berücksichtigung der Zinsstruktur) zukunftsorientiert und aus beobachtbaren Renditen (speziell deutscher

Staatsanleihen) abzuleiten.¹¹ Bekanntlich werden die Zinsstruktur-Informationen täglich von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt.¹² Der stichtagsbezogene risikolose Zins ändert sich also quasi täglich, während die Marktrisikoprämie über einen längeren Zeitraum konstant sein soll. Gerade in Anbetracht des starken Absinkens des nominalen und realen risikolosen Zinses seit der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise stellt sich für die Bewertungspraxis die Frage nach den Konsequenzen für die Marktrisikoprämie. Ceteris paribus müsste das Absinken des risikolosen Zinssatzes zu einem deutlichen Anstieg der Unternehmenswerte führen, die so jedoch nicht bei den beobachtbaren Marktpreisen festzustellen ist. Steigende erwartete Rendite gehen einher mit gesunkenen realisierten (historischen) Renditen und umgekehrt!

Eine konsequent zukunftsbezogene Schätzung der Marktrisikoprämie ergibt sich über die „implizite Marktrendite“, die ausgehend von Börsenkursen und Prognosen von Aktienanalysten für die zukünftigen Gewinne abgeleitet werden kann.¹³ Bei dieser zukunftsorientierten Analyse der Marktrisikoprämie zeigen sich erhebliche Schwankungen im Zeitverlauf.¹⁴ Ausgehend von einem Niveau bei rd. 4% bis Ende 2008 ist die implizite Marktrisikoprämie bis 2009 auf einen Spitzenwert über 8% angestiegen, bevor ein leichter Rückgang auf

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.

www.roelfspartner.de/transactions



wieder rd. 6,5% festzustellen ist.¹⁵ Erwartete Rendite des (empirischen) Marktportfolios, risikoloser Basiszins und Marktrisikoprämie sind definitorisch verknüpft, sodass nicht eine Größe täglich schwanken und zwei konstant bleiben können. Die in der Zwischenzeit versuchte „pragmatische Lösung“ eines „Sprungs“ der Marktrisikoprämie ist problematisch und weder konsequent zukunfts- noch vergangenheitsorientiert.

Bassemir/Gebhardt/Ruffing formulieren entsprechend konsequenterweise ergänzend:

„Analog zur Kritik an der historischen Ermittlung der Marktrisikoprämie gilt auch hier, dass eine historische Bestimmung des Beta-Faktors zu einem Verstoß gegen das Stichtagsprinzip und die Zukunftsorientierung der Unternehmensbewertung führt.“¹⁶

Vielleicht führt eine derartige Klarstellung dazu, „Objektivierung“ nicht als Notwendigkeit der ausschließlichen Betrachtung historischer Daten zu missinterpretieren – und sich insbesondere wieder mit den bewertungsrelevanten Risiken der zukünftigen Cashflows eines Unternehmens (Ertragsrisiken), statt mit Aktienkursschwankungen zu befassen. Nur auf einem vollkommenen Markt kann man aus historischen „Aktienkursschwankungen“ auf bewertungsrelevante zukünftige „Ertragsrisiken“ des Unternehmens schließen. Transparenz speziell der Annahmen ist nötig für die Bestimmung objektiverter Werte, aber der bisherige Weg der Objektivierung ist problematisch.

Wer nun wirklich der Meinung ist, Objektivierung sei nur möglich, wenn man das Bewertungskalkül auf

historische Daten stützt, muss konsequent sein. In diesem Fall sollten geeignete historische Daten Bewertungsgrundlage sein für die Bestimmung des risikolosen Basiszinssatzes, der Marktrisikoprämie, des bewertungsrelevanten Risikomaßes (z. B. Beta-Faktor oder Variationskoeffizient der Erträge) und auch der Ergebnisgrößen selbst. Diesen Anforderungen kommt interessanterweise gerade das neue vereinfachte Ertragswertverfahren nahe.

Wer eine zukunftsorientierte Bewertung haben möchte, und dies ist sicherlich nicht nur bei der Bestimmung subjektiver Entscheidungswerte sinnvoll, muss dagegen konsequent zukunftsorientiert sein. Für die Bewertung eines Unternehmens sind damit grds. die Risiken der zukünftigen Erträge oder Cashflows bewertungsrelevant („Ertragsrisiken“). Unter den speziellen (restriktiven) Zusatzannahmen des CAPM führen diese zu einem mit dem CAPM kompatiblen Bewertungskalkül und einem zukunftsorientierten (impliziten) Beta-Faktor.¹⁷

Fazit

Die Verteidigung der Ableitung des Beta-Faktors aus historischen Aktienrenditen mit dem Verweis auf die größere Objektivierung ist – wie obige Argumentation zeigt – ein haltloses Scheinargument. Und die Verknüpfung eines zukunftsorientierten täglich änderlichen Basiszinssatzes passt nicht zu einer sprunghaften Veränderung der Marktrisikoprämie, die auch kaum als „objektiviert“ oder „gut fundiert“ bezeichnet werden kann.

1 Siehe z.B. *Gleißner*, WiSt 2011 S. 345 ff.

2 Zu der konditionalen Variante des CAPM siehe z.B. *Ang/Liu*, The Journal of Finance 2004 S. 2745-2783 sowie *Schneider*, Kapitalmarktmodelle und erwartete Renditen am deutschen Aktienmarkt, 2001, S. 350-353.

3 Quelle: *Zimmermann*, Schätzung und Prognose von Betawerten deutscher Aktien, 1997 und *Fernández*, Are calculated betas worth for anything?, 2008, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1286436_code12696.pdf?abstractid=504565&mirid=1 [Stand: 03.12.12].

4 Siehe z. B. *Ballwieser*, in: Richter/Drukarczyk (Hrsg.): Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, 2003, S. 19-35; *Knabe*, Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012, S. 55; *Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, WPg 2012 S. 882-892.

5 Leitet man die Marktrisikoprämie aus (realisierten) historischen Renditen ab, nimmt man implizit an, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant bleibt und die Häufigkeitsverteilung der historischen Renditen den aktuellen Erwartungen der Investoren entsprechen, siehe *Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, WPg 2012 S. 886.

6 Siehe z. B. *Obermaier*, FB 2008 S. 493 ff.; *Ballwieser*, WPg 1998 S. 81 ff.

7 Siehe hierzu *Gleißner*, Controlling 2008 S. 81 ff. und *Gleißner/Ihlau*, CFB 2012 S. 312-318.

8 Siehe *Gleißner*, WPg 2010 S. 735 ff.; *Gleißner*, CFB 2011 S. 243 ff. und *Arbeitskreis des IACVA e. V.*, BewP 1/2011 S. 12 ff. sowie *Knabe*, a.a.O. (Fn. 4).

9 Siehe *Stehle*, WPg 2004 S. 906 ff sowie die internationale

Studie von *Dimson/Marsh/Staunton*, The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle. EFA 2006 Zurich Meetings Paper; AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, Download unter: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=891620> [Stand: 28.08.12] sowie *Dimson/Marsh/Staunton*, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press, 2002.

10 Vgl. *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, CFB 2012 S. 70 ff zur Empfehlung der Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen des Rückgangs des risikolosen Basiszinssatzes.

11 Zur Svenson-Methode vergleiche z.B. *Dörschell/Franken/Schulte*, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012.

12 Nachfolgend wird aus Vereinfachungsgründen lediglich von „dem“ risikolosen Zins gesprochen – dieser kann als repräsentativ i. S. von Barwert identisch zur Zinsstruktur angenommen werden.

13 Siehe z.B. *Claus/Thomas*, JoF 2001 S. 1629-1666 sowie *Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, WPg 2012 S. 882-892.

14 Siehe *Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, WPg 2012 S. 882-892.

15 Der Vorschlag der zukunftsorientierten Bestimmung „impliziter“ Marktrisikoprämien ist in sich konsistent, allerdings muss man (gemäß des traditionellen Paradigmas vollkommener Märkte) annehmen, dass die beobachtbaren Börsenkurse tatsächlich vernünftige Schätzer für den fundamentalen Ertragswert darstellen.

16 *Bassemir/Gebhardt/Ruffing*, WPg 2012 S. 890.

17 Vgl. *Gleißner*, WiSt 2011 S. 345 ff.