

Kapitalkosten - Newsletter

Ausgabe 03 | 2019

Für Unternehmer, die sich mit Investitions- und Transaktionsgedanken tragen, ist es essentiell, Kapitalkosten realistisch einschätzen zu können. Dabei spielen der Basiszins, der Risikozuschlag aus Marktrisikoprämie und Betafaktor sowie weitere Risikoprämien wie z. B. die Länderrisikoprämie und die nachhaltige Wachstumsrate eine wesentliche Rolle. In diesem Newsletter finden Sie aktuelle Informationen und Daten zu den einzelnen Kapitalkostenparametern.

Basiszins

Der Basiszins beschreibt die Rendite einer risikolosen Alternativanlage in einer bestimmten Währung. Meist dienen Staatsanleihen zur Berechnung. Die notwendige Laufzeitäquivalenz zwischen Cashflows und Kapitalkosten sollen Spot-Rates gewährleisten. Ein einheitlicher Basiszins verdichtet die verschiedenen Spot-Rates über die Laufzeit der Bewertung vereinfachend zu einem Wert.

Die Basiszinswerte beziehen sich jeweils auf einen einheitlichen Zins für eine unendliche Laufzeit, wie bei Unternehmensbewertungen üblich.

Weitere Basiszinswerte finden Sie in nachfolgender Übersicht. Sie interessieren sich für andere Zeitpunkte und Parameter? Sprechen Sie uns gerne an.

Basiszins	D (EUR)	Euro-AAA (EUR)	USA (USD)	UK (GBP)
gerundet	0,80%	0,90%	3,25%	1,75%
exakt	0,82%	0,85%	3,15%	1,81%

Quelle: KPMG-Analyse

Inhalt

Basiszins
Seite 1

Marktrisikoprämie
Seite 3

Betafaktor
Seite 3

Länderrisikoprämie
Seite 4

Wachstumsrate
Seite 4

	Deutschland Basiszins (EUR)		Euro-Länder mit AAA Rating Basiszins (EUR)		USA Basiszins (USD)		UK Basiszins (GBP)	
	exakt	gerundet	exakt	gerundet	exakt	gerundet	exakt	gerundet
31.08.2015	1,533%	1,50%	1,600%	1,50%	3,272%	3,25%	2,785%	2,75%
30.09.2015	1,488%	1,50%	1,514%	1,50%	3,208%	3,25%	2,710%	2,75%
31.10.2015	1,409%	1,50%	1,475%	1,50%	3,134%	3,25%	2,660%	2,75%
30.11.2015	1,422%	1,50%	1,535%	1,50%	3,188%	3,25%	2,711%	2,75%
31.12.2015	1,417%	1,50%	1,586%	1,50%	3,194%	3,25%	2,736%	2,75%
31.01.2016	1,418%	1,50%	1,601%	1,50%	3,182%	3,25%	2,718%	2,75%
29.02.2016	1,265%	1,25%	1,452%	1,50%	3,053%	3,00%	2,609%	2,50%
31.03.2016	1,121%	1,00%	1,298%	1,25%	2,958%	3,00%	2,522%	2,50%
30.04.2016	1,000%	1,00%	1,138%	1,25%	2,894%	3,00%	2,468%	2,50%
31.05.2016	1,008%	1,00%	1,098%	1,00%	2,894%	3,00%	2,458%	2,50%
30.06.2016	0,891%	1,00%	0,947%	1,00%	2,824%	2,75%	2,355%	2,25%
31.07.2016	0,737%	0,70%	0,771%	0,80%	2,697%	2,75%	2,125%	2,00%
31.08.2016	0,567%	0,60%	0,592%	0,60%	2,569%	2,50%	1,809%	1,75%
30.09.2016	0,537%	0,50%	0,560%	0,60%	2,517%	2,50%	1,608%	1,50%
31.10.2016	0,612%	0,60%	0,632%	0,60%	2,586%	2,50%	1,622%	1,50%
30.11.2016	0,766%	0,80%	0,791%	0,80%	2,789%	2,75%	1,840%	1,75%
31.12.2016	0,951%	1,00%	0,974%	1,00%	3,056%	3,00%	2,030%	2,00%
31.01.2017	1,106%	1,00%	1,134%	1,25%	3,231%	3,25%	2,131%	2,25%
28.02.2017	1,201%	1,25%	1,228%	1,25%	3,285%	3,25%	2,120%	2,00%
31.03.2017	1,250%	1,25%	1,279%	1,25%	3,274%	3,25%	2,060%	2,00%
30.04.2017	1,226%	1,25%	1,255%	1,25%	3,258%	3,25%	1,972%	2,00%
31.05.2017	1,256%	1,25%	1,271%	1,25%	3,233%	3,25%	1,921%	2,00%
30.06.2017	1,239%	1,25%	1,248%	1,25%	3,120%	3,00%	1,881%	2,00%
31.07.2017	1,325%	1,25%	1,344%	1,25%	3,087%	3,00%	1,938%	2,00%
31.08.2017	1,318%	1,25%	1,340%	1,25%	3,016%	3,00%	1,937%	2,00%
30.09.2017	1,348%	1,25%	1,368%	1,25%	3,005%	3,00%	1,970%	2,00%
31.10.2017	1,327%	1,25%	1,345%	1,25%	3,001%	3,00%	1,981%	2,00%
30.11.2017	1,322%	1,25%	1,350%	1,25%	2,997%	3,00%	2,009%	2,00%
31.12.2017	1,293%	1,25%	1,324%	1,25%	2,982%	3,00%	1,995%	2,00%
31.01.2018	1,302%	1,25%	1,321%	1,25%	2,961%	3,00%	1,961%	2,00%
28.02.2018	1,347%	1,25%	1,360%	1,25%	3,049%	3,00%	1,983%	2,00%
31.03.2018	1,365%	1,25%	1,378%	1,50%	3,146%	3,25%	1,976%	2,00%
30.04.2018	1,336%	1,25%	1,354%	1,25%	3,198%	3,25%	1,984%	2,00%
31.05.2018	1,294%	1,25%	1,303%	1,25%	3,175%	3,25%	1,920%	2,00%
30.06.2018	1,256%	1,25%	1,265%	1,25%	3,137%	3,25%	1,907%	2,00%
31.07.2018	1,193%	1,25%	1,201%	1,25%	3,099%	3,00%	1,870%	1,75%
31.08.2018	1,126%	1,25%	1,137%	1,25%	3,071%	3,00%	1,841%	1,75%
30.09.2018	1,114%	1,00%	1,125%	1,00%	3,104%	3,00%	1,871%	1,75%
31.10.2018	1,135%	1,25%	1,147%	1,25%	3,228%	3,25%	1,953%	2,00%
30.11.2018	1,148%	1,25%	1,159%	1,25%	3,349%	3,25%	2,028%	2,00%
31.12.2018	1,091%	1,00%	1,107%	1,00%	3,348%	3,25%	2,016%	2,00%
31.01.2019	0,994%	1,00%	1,018%	1,00%	3,263%	3,25%	1,960%	2,00%
28.02.2019	0,879%	0,90%	0,907%	0,90%	3,170%	3,25%	1,872%	1,75%
31.03.2019	0,821%	0,80%	0,853%	0,90%	3,149%	3,25%	1,812%	1,75%

Marktrisikoprämie

Investoren gelten als risikoscheu und reagieren empfindlich auf negative Abweichungen vom Erwartungswert. Sollen sie Unsicherheiten übernehmen, fordern sie als Ausgleich eine zusätzliche Rendite: den Risikozuschlag.

Der Risikozuschlag wird mit dem weit verbreiteten Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) abgeleitet. Er setzt sich aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem Betafaktor zusammen.

Um die allgemeine Marktrisikoprämie zu ermitteln, gibt es vier Ansätze:

- Die Analyse und Fortschreibung historischer Kapitalmarkrenditen
- Die Ableitung von in Kapitalmarktpreisen enthaltenen impliziten Risikoprämien
- Die Ableitung über die Gewinnentwicklungen der Unternehmen
- Die Befragung von Experten zur erwarteten Marktrisikoprämie

Alle Ansätze haben spezifische Stärken und Schwächen. In der Praxis werden sie deshalb immer öfter kombiniert angewendet.

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft FAUB des Instituts der Wirtschaftsprüfer IDW empfiehlt aktuell für Deutschland eine Marktrisikoprämie zwischen 5,5 und 7,0 Prozent. Auf Basis eigener Analysen schätzen wir sie derzeit auf 7,00 Prozent. Unternehmen rechnen in Deutschland laut der aktuellen [Kapitalkostenstudie](#) im vergangenen Jahr im Durchschnitt mit einer Marktrisikoprämie von 6,5 Prozent.

Auf Basis eigener Analysen abgeleiteten Marktrisikoprämien für weitere Stichtage finden Sie in nachfolgender Übersicht.

	Deutschland Marktrisikoprämie (EUR)
30.06.2016	7,00%
31.07.2016	7,00%
31.08.2016	7,00%
30.09.2016	7,00%
31.10.2016	7,00%
30.11.2016	7,00%
31.12.2016	7,00%
31.01.2017	7,00%
28.02.2017	6,75%
31.03.2017	6,50%
30.04.2017	6,50%
31.05.2017	6,50%
30.06.2017	6,50%
31.07.2017	6,50%
31.08.2017	6,50%
30.09.2017	6,75%
31.10.2017	6,75%
30.11.2017	6,75%
31.12.2017	6,75%
31.01.2018	6,75%
28.02.2018	6,75%
31.03.2018	7,00%
30.04.2018	7,00%
31.05.2018	7,00%
30.06.2018	7,00%
31.07.2018	7,00%
31.08.2018	7,00%
30.09.2018	7,00%
31.10.2018	7,00%
30.11.2018	7,00%
31.12.2018	7,00%
31.01.2019	7,00%
28.02.2019	7,00%
31.03.2019	7,00%

Betafaktor

Der Betafaktor beschreibt das individuelle Risiko eines Unternehmens. Er bemisst das Verhältnis zwischen den Renditen eines Unternehmens und den Renditen eines Aktienindex über einen bestimmten Zeitraum.

Der zukünftige Betafaktor wird in der Regel ausgehend von histori-

schen Kapitalmarktdaten abgeleitet – was eine hinreichende Stabilität dieses Betafaktors im Zeitablauf voraussetzt. Bei börsennotierten Unternehmen kann der eigene Betafaktor der Gesellschaft benutzt werden. Anderenfalls zieht man eine Gruppe börsennotierter vergleichbarer Unternehmen – eine so genannte Peer Group – heran.

Für die zur Betafestimmung notwendige Regression werden in der Praxis verschiedene Indizes genutzt, von nationalen über regionalen bis hin zu weltweiten Indizes. Für den Analysezeitraum und das Renditeintervall sind folgende Ansätze am weitesten verbreitet:

- Fünf-Jahres-Betafaktor bei monatlichen Renditen
- Zwei-Jahres-Betafaktor bei wöchentlichen Renditen
- Ein-Jahres-Betafaktor bei wöchentlichen oder täglichen Renditen über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren.

Die verschiedenen Ansätze haben unterschiedliche Vor- und Nachteile. In der Analyse werden sie deshalb zunächst oft kombiniert.

Neben dem operativen Risiko des Unternehmens erfasst der Betafaktor auch das finanzielle Risiko, das sich aus der Verschuldung des Unternehmens ergibt. Dieses Risiko ist sehr spezifisch und ändert sich oft im Verlauf der Zeit. Um es zu bereinigen werden die beobachtbaren Betafaktoren angepasst – dadurch ergeben sich die unverschuldeten, „unlevered“ Betafaktoren.

Je nach Sicherheitsgrad des Tax Shields, also der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung, und Risikobehaftung des Fremdkapitals werden verschiedene Anpassungsformeln benutzt. KPMG rät daher, in diesem Zusammenhang mit unsicheren Steuervorteilen und risikobehaftetem Fremdkapital zu rechnen.

Wir unterstützen Sie gern bei der Ermittlung von Betafaktoren. Sprechen Sie uns gern an!

Länderrisikoprämie

Bei internationalen Projekten kommen zu den operativen Risiken oft zusätzliche Länderrisiken dazu. Sie können allgemein politischer, regulatorischer, makroökonomischer, rechtlicher oder steuerlicher Art sein. Die internationalen Kapitalmärkte sind eng verflochten, deshalb sind diese Risiken meist nur unzureichend zu diversifizieren. Sie sollten daher bei der Beurteilung und Bewertung der Projekte berücksichtigt werden.

In der Vergangenheit spielten Länderrisiken häufig nur bei Projekten in Schwellen- und Entwicklungsländern eine Rolle. Vor dem Hintergrund der Finanz- und Schuldenkrise sind sie aber auch für Länder in Europa und im Euro-Raum immer wichtiger geworden.

Bei der Beurteilung und Bewertung eines Projekts werden Länderrisiken grundsätzlich sowohl bei der Ableitung der Cashflows als auch der Kapitalkosten berücksichtigt. Dabei unterscheidet man zwischen originären und derivativen Länderrisiken. Originäre erge-

ben sich aus direkten Beziehungen zum öffentlichen Haushalt, während derivative über die generelle konjunkturelle Entwicklung und fiskalpolitische Maßnahmen auf die Ertragsaussichten eines Projekts wirken.

KPMG verfügt über ein Modell, um Länderrisiken auf Basis von internationalen Kapitalmarktdaten zu ermitteln. Damit leiten wir für ca. 200 Länder weltweit konsistent und transparent spezifische Länderrisikoprämien ab, die wir quartalsweise aktualisieren. Ein Beispiel finden Sie hier.

Beispielhafte Daten aus dem KPMG-Länderrisikomodell per 30.09.2015

Land	Länderrisikoprämie (Ø ½ Jahr)	Länderrisikoprämie (Ø 1 Jahr)	Länderrisikoprämie (Ø 2 Jahre)	Inflationsdelta zu Deutschland (Euro)
Brasilien	2,7 %	2,5 %	2,1 %	4,8 %
China	1,0 %	0,9 %	0,9 %	0,7 %
Indien	1,9 %	1,9 %	2,0 %	4,4 %
Russland	3,0 %	3,5 %	2,8 %	6,3 %
Ungarn	1,9 %	2,0 %	2,2 %	0,9 %

Quelle: KPMG-Analyse

Sie interessieren sich für weitere Länder oder Zeitpunkte? Sprechen Sie uns gern an!

Wachstumsrate

Bei der Anwendung der DCF-Verfahren kommt der Wachstumsrate im Terminal Value (nachhaltige Phase der ewigen Rente) eine besondere Bedeutung zu. Sie erfasst das zukünftige Wachstum der zu diskontierenden bewertungsrelevanten Größen (z.B. Nettoeinnahmen, Dividenden oder Free-Cashflows).

Bei der Bestimmung der Wachstumsrate ist zu berücksichtigen, dass sie konsistent zu den bewertungsrelevanten Größen abgeleitet wird. So muss das Bewertungskalkül zutreffend die Zusammenhänge zwischen operativem bzw. inflationsbedingtem Wachstum, Thesaurierung und den zu diskontierenden Größen abbilden. Denn

unterschiedliche bewertungsrelevante Größen bedingen unterschiedliche Wachstumsraten.

Da operatives Wachstum ohne entsprechenden Kapitaleinsatz nachhaltig nicht möglich ist, thesaurieren Unternehmen regelmäßig einen nicht unerheblichen Teil ihrer Ergebnisse, um die zukünftigen Investitionen zu finanzieren. Die für Bewertungszwecke richtige Wachstumsrate hängt nun davon ab, ob diese zukünftigen Thesaurierungen für heute noch ungeplante Investitionen bei der Ableitung der Cashflows in Abzug gebracht wurden oder nicht. Erfolgt in der bewertungsrelevanten Größe kein Abzug der für zukünftige Investitionen notwendigen Thesaurierungen (so z. B. regelmäßig beim Free-Cashflow) sind in der Wachstumsrate lediglich die

verbleibenden unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte zu erfassen.

Hierbei wird die Fähigkeit des Unternehmens reflektiert, inflationsbedingte Kostensteigerungen, verbunden mit effizienzsteigernden Maßnahmen, über höhere Preise an die Kunden weiterzugeben. Zu beachten ist, dass die allgemeine konsumorientierte Inflationsrate hierbei kein sachgerechter Maßstab sein kann, da die Abbildung der unternehmensspezifischen Inflationseffekte gesucht ist.

In der Praxis können im Rahmen der üblichen Erfassung des thesaurierungsbedingten operativen Wachstums im bewertungsrelevanten Cashflow nachhaltige inflationsbedingte Wachstumsraten von 0 bis 1 Prozent beobachtet werden.

Hier finden Sie eine schematische Darstellung der vorstehenden Ausführungen

Ursachen des Wachstums der nachhaltigen Plan-Cashflows

Operatives Wachstum aus Kapazitätsoptimierung	Operatives Wachstum aus (nicht konkretisierten) zukünftigen Kapazitätserweiterungen		Inflationsbedingtes Wachstum
Berücksichtigung in Detail- und Grobplanungsphase	Kein Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows	Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows (Thesaurierungen)	Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows (Thesaurierungen)
Berücksichtigung bei der Wachstumsrate?			
nein	nein	ja	ja

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Ganghoferstraße 29
80339 München

Redaktion

Marc Castedello
Partner, Deal Advisory
T + 49 89 9282-1145
mcastedello@kpmg.com

www.kpmg.de

www.kpmg.de/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2019 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, ein Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“) einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.