

Kapitalmarkt-Report

Zahlen, Fakten, Entwicklungen

Deutsche Bank-Studie stellt Überrendite von Aktien in Deutschland in Frage

Es entspricht einer weit verbreiteten Überzeugung, dass bei einem längeren Betrachtungszeitraum Aktien eine bessere Rendite versprechen als Staatsanleihen. Diese Grundüberzeugung findet etwa nach dem IDW Bewertungsstandard S 1 Einzug in die Unternehmensbewertung durch den sog. Risikozuschlag: Da bei der Investition in Aktien im Gegensatz zur Anlage in Staatsanleihen unternehmerische Risiken zu berücksichtigen seien, müsse bei der Ertragswertermittlung zur Abzinsung der Zukunftserträge der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, um dem Gedanken der Risikoaversion der Marktteilnehmer Rechnung zu tragen, wonach das Unternehmensrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abgegolten werde. Bei Bestimmung des Risikozuschlags wird durch die vom IDW empfohlenen Kapitalmarktpreisbildungsmodelle des Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder des Tax-CAPM auf die Marktrisikoprämie abgestellt als Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Basiszinssatz.

Dieser Beitrag knüpft an einen Aufsatz von *Lochner* in der AG an (*Lochner*, Die Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Grundlage empirischer Studien im Spruchverfahren, AG 2011, 692 ff.), in dem einige Aspekte der Berechnung der Marktrisikoprämie in der Praxis beleuchtet und insbesondere kritisiert wurde, dass die Ermittlung der für das Ergebnis der Unternehmensbewertung bedeutsamen Risikoprämie in der Praxis häufig aufgrund der veröffentlichten Ergebnisse empirischer Studien zur historischen Entwicklung der Rendite von Aktien im Vergleich mit quasi risikolosen Anlageformen erfolgt, ohne dass die Ergebnisse dieser Studien, welche eine Überrendite von Aktien attestieren, gerichtlich kritisch hinterfragt und auf ihre Richtigkeit hin überprüft werden.

Die Erkenntnisse der Deutschen Bank

Eine neue Studie der Deutsche Bank AG gibt dieser Problematik zusätzliche Brisanz. Die Deutsche Bank hat die Studie „Long Term Asset Return Study: A Roadmap for the Grey Age“ ihrer Analysten *Jim Reid* und *Nick Burns* vom 12.9.2011 veröffentlicht. Diese Studie fand in der internationalen Presse viel Beachtung (vgl. nur *Financial Times Deutschland* v. 23.9.2011, S.24). Die Deutsche Bank vergleicht u.a. die langfristigen Renditen von Unternehmensbeteiligungen und Staatsanleihen (mit 10 Jahren Laufzeit) in den G7-Staaten und Spanien. Das Ergebnis ist bemerkenswert: In Deutschland, Italien und Japan ist nach den Untersuchungen der Deutschen Bank die Rendite von Unternehmensbeteiligungen der letzten 50 Jahre niedriger als die von Staatsanleihen.

Diese aktuellen Erkenntnisse der Deutschen Bank werfen eine Reihe von Fragen auf. So stellen sie ganz grundsätzlich die Berechtigung des Ansatzens einer Marktrisikoprämie bei der Unternehmensbewertung in Frage. Denn wie eingangs festgestellt, wird eine Risikoprämie deshalb angesetzt, weil man davon ausgeht, dass Anleger sich das höhere Risiko von Aktien im Vergleich zur vermeintlich sicheren Alternativanlage Staatsanleihe durch höhere Erträge bezahlen lassen. Legt man die Ergebnisse der Deutschen Bank zugrunde, so lässt sich aber eine Risikoprämie für Deutschland unter Berücksichtigung der Ergebnisse der letzten 50 Jahre nicht rechtfertigen. Die Erkenntnisse der Deutschen Bank stellen damit zugleich die Richtigkeit der von der Bewertungspraxis regelmäßig zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogenen empirischen Studien in Frage, die ihre Ergebnisse ebenso wie die Deutsche Bank gerade auf deutsche Vergangenheitsdaten gründen; denn das Ergebnis der Deutschen Bank steht den Ergebnissen dieser Studien diametral entgegen. Die Zahlen der Deutschen Bank besagen, dass die reale Durchschnittsrendite der letzten 50 Jahre aus Unternehmensbeteiligungen in Deutschland im Durchschnitt 3,46 % betrug, diejenige aus 10-jährigen Staatsanleihen 4,28 %. An einem solchen Befund dürfte auch ein Vergleich mit 30-jährigen Staatsanleihen wenig ändern, da die Zinsstrukturkurve im Vergleich zu solchen Papieren sogar noch geringfügig ansteigt. Demnach müsste eine vergangenheitsbasierte Risikoprämie negativ sein, so dass danach wohl sogar ein Risikoabschlag angebracht wäre. Die Tatsache, dass bisher veröffentlichte Studienergebnisse die für die Unternehmensbewertung sehr erhebliche Marktrisikoprämie mit bis zu 6,0 % beziffert haben (vgl. *Simon/Leverkus* in *Simon*, 2007, Anh § 11 SpruchG Rz. 128), zeigt eine enorme Diskrepanz zu den bisher verbreiteten und von den Spruchgerichten aufgerufenen Annahmen.

Folgen für die Praxis

Allein aufgrund der neuen Zahlen der Deutschen Bank kann man sicherlich die Annahme einer Marktrisikoprämie nicht per se als unberechtigt betrachten. Das Bedürfnis einer für die Spruchgerichte und die Fachöffentlichkeit nachvollziehbaren und tatsächlich nachprüfbar wissenschaftlichen Aufarbeitung der Vergangenheitsdaten wird jedoch offensichtlich. Auch die Deut-

sche Bank-Studie legt ihre Rohdaten, das zugrunde gelegte Portfolio und die Stichtage für die Ermittlung von Durchschnittswerten nicht offen (vgl. dazu *Lochner*, AG 2011, 692 [695 f.]). Zu beachten ist auch, dass die Werte keine persönlichen Steuern berücksichtigen und somit nur mit Werten aus dem CAPM und nicht dem Tax-CAPM zu vergleichen sind. Weiter ist zu beachten, dass die Rendite von Unternehmensbeteiligungen in anderen G7-Staaten durch die Deutsche Bank höher beziffert wird als diejenige von Staatsanleihen. Es könnte also ein länderspezifisches Problem vorliegen, was es zu klären gilt.

Eine mögliche Erklärung für die fehlende Überrendite ist nach der Studie der Deutschen Bank, dass die Kapitalmärkte in Deutschland, Italien und Japan ineffizient arbeiten. Diese These wird gestützt durch wissenschaftliche Erkenntnisse, die die Effizienz von Kapitalmärkten bei der Preisbildung in Frage stellen (vgl. *Gerke/Schäffner* in *Heidel*, *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl. 2011, *Behavioral Finance Rz. 4 ff.*). Sollte diese Erklärung zutreffen, muss es schlechthin falsch sein, aus vergangenheitsbasierten Kapitalmarktdaten von den Anlegern in Deutschland geforderte Risikoprämien abzuleiten. Sind die am Kapitalmarkt gebildeten Preise nämlich ineffizient, kann man über diese auch nicht auf die Risikowerwartung der Marktteilnehmer schließen. Kapitalmarkt-basierte Modelle wären in Deutschland folglich nicht anwendbar. Eine solche Deutung würde grundsätzlich auch auf der Linie der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung liegen. In der *DAT/Altana-Entscheidung* des BGH (BGH v. 12.3.2011 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [117] = AG 2001, 417 [418 f.]) wurde der Marktwert einer Aktie nur als Untergrenze des Entschädigungsanspruchs angesetzt, da ein Aktionär diesen am Markt jederzeit realisieren könne. Zusätzlich muss hier nach der innere Wert des Unternehmens durch die Ertragswertmethode bestimmt werden. Damit hat der BGH implizit gesagt: Man kann der Börse nicht ohne weiteres vertrauen. Dieser Gedanke findet sich etwa auch in der *Stollwerck-Entscheidung* wieder (BGH v. 19.7.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 [240] = AG 2010, 629 [632]), in der der BGH den Ertragswert als weitere Abfindungsuntergrenze als notwendigen Schutz der Minderheitsaktionäre vor der Ausnutzung von Unterbewertungen am Markt durch den Großaktionär bezeichnet. Über das CAPM finden die möglicherweise ineffizienten Preise über die Hintertür wieder Eingang in die Ertragswertberechnung von Aktien, was es zu bedenken gilt.

Fazit

Die von der Deutschen Bank jüngst zur Frage der Überrendite von Aktien gegenüber Staatsanleihen für Deutschland ermittelten Zahlen stehen in diametralem Gegensatz zu den Ergebnissen von Studien, die Spruchgerichte regelmäßig im Rahmen der Unternehmensbewertung der Bestimmung der Marktrisikoprämie zugrunde legen. Dieser Befund stellt die bisherige Praxis in Frage und erfordert eine kritische Überprüfung der bislang von den Spruchgerichten angesetzten Marktrisikoprämien sowie ein grundsätzliches Hinterfra-



Report

gen, ob das Ansetzen einer Marktrisikoprämie nach den in Deutschland gegebenen Verhältnissen überhaupt angebracht ist.

*RA Dr. Daniel Lochner/Wiss. Mitarb. Christopher Scholz,
Meilicke Hoffmann & Partner Rechtsanwälte, Bonn*