

Grundsätze ordnungsmäßiger Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen

I. Einleitung



Von Andreas Creutzmann,
Vorstandsvorsitzender der
GC Corporate Finance AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und
der IACVA-Germany e.V.
sowie geschäftsführender
Gesellschafter der
Creutzmann & Co. GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau.
Auf Unternehmensbewertungen spezialisierter
Wirtschaftsprüfer und
Steuerberater.
Arbeitsbereichsleiter
Unternehmensbewertung
und Value Based
Management an der
Fachhochschule Calw
und DVFA-Mitglied
der „Expertengruppe
Valuation“.

► Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) hat am 30. 12. 2004 den Entwurf einer Neufassung des Standards 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 9. 12. 2004 (IDW ES 1) veröffentlicht. Gleichwohl der Entwurf der Neufassung dieses Standards wesentliche Änderungen bei der Durchführung von Unternehmensbewertungen durch Wirtschaftsprüfer nach sich zieht, sind die Ausführungen zum Inhalt von Bewertungsgutachten bislang unverändert im Vergleich zum alten Standard. Dies ist deshalb erstaunlich, weil die Durchführung von Unternehmensbewertungen nach dem Entwurf der Neufassung des IDW ES 1 wesentlich komplexer als in der Vergangenheit ist, und es einer Berichterstattung bedarf, die dem selbst gesteckten Anspruch des IDW ES 1, im Rahmen einer „objektivierten“ Unternehmenswertermittlung einen mit nachvollziehbarer Methodik intersubjektiv nachprüfbaren Wert zu ermitteln, gerecht werden sollte.

Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA) hat bereits im Mai 2004 „Standards für Researchberichte“ veröffentlicht, die Mindestanforderungen für Berichte von Finanzanalysten vorgeben. Im Vergleich zu den für Wirtschaftsprüfer maßgeblichen Vorgaben für die Erstellung von Bewertungsgutachten stellt die DVFA mit ihren Standards für Researchberichte wesentlich höhere und detailliertere Anforderungen an die Berichterstattung durch Finanzanalysten. Unterschiedliche Vorgaben für Wirtschaftsprüfer und Finanzanalysten bei einer im Wesentlichen gleichen Bewertungsaufgabe kann nicht im Interesse der jeweiligen Adressaten sein.

Vor diesem Hintergrund ist es angebracht „Grundsätze ordnungsmäßiger Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen“ (GoBUB) zu entwickeln, die gleichermaßen für alle Bewertungsprofessionals gelten, die solche Unternehmensbewertungen durchführen.

II. Vorschlag für Mindestinhalte von Bewertungsgutachten

Die im Folgenden dargestellten Punkte sind ein Vorschlag für die Entwicklung von Mindestinhalte für Bewertungsgutachten.

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

- Auftraggeber
- Bewertungsanlass
- Funktion des Bewerbers
- Verfasser des Gutachtens und an der Bewertung beteiligte Personen
- Bewertungsstichtag
- Zeitraum der Durchführung der Bewertung
- Auskunftspersonen
- Wesentliche Informationsgrundlagen und -quellen

2. Bewertungsgrundsätze und -methoden

- Angewendete Bewertungsmethode(n)
- Darstellung der mit der Funktion des Bewerbers verbundenen wesentlichen Bewertungsprämissen
- Angaben über das Vorhandensein von Sonderwerten (u.a. nicht betriebsnotwendiges Vermögen, etc.)

3. Unternehmensprofil

a) Rechtliche Grundlagen

- Firma, Sitz und Handelsregister
- Rechtsform, Kapital und Satzung
- Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr
- Unternehmensstruktur und Konzernverhältnisse
- Gesellschafter bzw. Aktionärsstruktur
- Organe des Bewertungsobjektes
- Steuerliche Verhältnisse
- Wesentliche Verträge

b) Wirtschaftliche Grundlagen

aa) Unternehmensanalyse

- Unternehmensstrategie und Darstellung der wesentlichen Unternehmensziele
- Darstellung der kritischen Erfolgsfaktoren
- Beschreibung der unternehmensspezifischen Risiken
- Darstellung der wesentlichen Werttreiber
- SWOT-Analyse

bb) Produkte und Dienstleistungen

- Darstellung des Geschäftsmodells
- Beschreibung der Produkte/ Dienstleistungen
- Darstellung der Alleinstellungsmerkmale (soweit vorhanden)
- Darstellung von Technologievorsprüngen (soweit vorhanden)
- Lieferantenanalyse

cc) Markt und Wettbewerb

- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld
- Positionierung im Vergleich zu den Wettbewerbern
- Informationen zur Wettbewerbssituation
- Angaben zu Wettbewerbsvorteilen der Gesellschaft

dd) Marketing und Vertrieb

- Darstellung der Marketing-Aktivitäten (Marketing-Mix) und der Vertriebsstrategie
- Kundenanalyse und Darstellung der Zielgruppen
- Erläuterung der wesentlichen Vertriebsaktivitäten
- Erläuterungen zu strategischen Partnerschaften

c) Vermögens-, Finanz- und Ertragsanalyse

- Vergangenheitsanalyse der Jahersabschlüsse
- Darstellung der Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse und -bilanzen um Sondereinflüsse

4. Analyse der Planungsrechnungen

a) Darstellung der Planungsrechnungen

und der mit den Planungsrechnungen verbundenen wesentlichen Bewertungsprämissen im Rahmen der verbalen Erläuterung der Planzahlen

- Plan-Bilanzen
- Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen
- Investitionsplan
- Finanzierungsplan

b) Urteil über die Plausibilität

der vorgelegten Planungsrechnungen sowie ggf. Angaben über die vom Bewerter vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnungen

5. Angewandetes Bewertungsverfahren und Definition von bewertungsrelevanten Größen

a) Beschreibung der Vorgehensweise bei der Bewertung

b) Ableitung der finanziellen Überschüsse

- im Detailplanungszeitraum
- beim nachhaltigen Ergebnis

c) Ermittlung der Kapitalkosten für jede Periode

- Ableitung des Basiszinssatzes
- Ableitung des Risikozuschlages bei Verwendung von Betafaktoren Angaben über Intervalllänge, Referenzindex, Free Float
- Ableitung des Wachstumsabschlages beim nachhaltigen Ergebnis

d) Ausführungen zur Peer Group

- Auswahlkriterien
- Relevante Unternehmen
- Gemeinsamkeiten und Unterschiede
- Dividendenrenditen
- Ausschüttungsquoten

e) Ableitung des Unternehmenswerts

f) Angaben zu Sonderwerten z.B.:

- Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Wert steuerlicher Verlustvorträge
- Wertbeitrag von Pensionsrückstellungen
- Werteinfluss von Stock-Options-Plänen

g) Aussage zur Plausibilität anhand von Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen

- Angabe über verwendete Multiplikatoren
- Angaben über die Datenquellen

6. Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse

- Bewertungsanlass und Funktion des Bewerter
- Angaben zum Unternehmenswert (bzw. zu den Wertbandbreiten)
- Für die Bewertung relevanten Kapitalkosten
- Unterschrift der Verfasser und Angabe der Qualifikation (Berufsbezeichnung) und des Datums der Unterzeichnung
- Versicherung, Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der jeweiligen Berufsgrundsätze durchgeführt zu haben

III. Einheitliche Grundsätze ordnungsmäßiger Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen

Für alle Bewertungsprofessionals sollten einheitliche Grundsätze bei der Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen maßgebend sein. Folgende einheitliche Grundsätze ordnungsmäßiger Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen könnten dabei als Leitbild für die Entwicklung von Mindestinhalte bei Unternehmensbewertungen dienen:

- **(1)** einheitliche Bewertungsprämissen bei einer Fair Value Bewertung
- **(2)** Unabhängigkeit
- **(3)** Klarheit und Nachvollziehbarkeit
- **(4)** Hinweis auf angewandte Berufsgrundsätze und Bewertungsstandards
- **(5)** Offenlegung von Qualifikation der Verfasser und Qualitätssicherungsmaßnahmen

(1) Zunächst sollten für alle Bewertungsprofessionals **einheitlich verbindliche Bewertungsprä-**

missen im Fall einer Fair Value-Bewertung gelten. Die vom IDW entwickelte und in der Literatur oft zu unrecht kritisierte Bezeichnung „objektivierte Unternehmensbewertung“ will im Kern nur eine Aufgabe erfüllen. Sie will einheitlich verbindliche Bewertungsprämissen bei klar definierten Bewertungsanlässen festlegen. Im Grund geht es um die Anwendung bestimmter „Bewertungsspielregeln“, die für alle Bewerter bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte maßgebend sind. Der vom IDW gewählte Begriff „objektiviert“ ist hierbei irreführend und sollte deshalb nicht in diesem Zusammenhang verwendet werden.

Schlussendlich ist jede Unternehmensbewertung das Werturteil des Bewertungsprofessionals bzw. des Bewertungsteams und außerdem trotz nötiger Typisierungen stets in gewissem Maße subjektbezogen. Gleichwohl sollte dieses Werturteil bei einer Fair Value-Bewertung auf Basis allgemein anerkannter und einheitlicher Bewertungsprämissen bzw. Bewertungsregeln abgeleitet werden. Unter die für Fair Values festzulegenden Bewertungsprämissen fallen dabei mehrere Sachfragen. Eine in diesem Zusammenhang wesentliche Fragestellung wird beispielsweise der Einbezug der Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners sein.

Gerade hier gibt es bei der Fair Value-Bewertung von Wirtschaftsprüfern und Finanzanalysten Unterschiede, die es zu klären gibt. So beziehen beispielsweise Wirtschaftsprüfer im Rahmen von Fair Value-Bewertungen die Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners in das Bewertungskalkül mit ein, wo hingegen die meisten Finanzanalysten diese außen vor lassen.

(2) Die Formulierung von **berufsübergreifenden Unabhängigkeitsgrundsätzen** ist ein weiterer allgemeiner Grundsatz, den es zu entwickeln gilt. Dabei geht es im Wesentlichen um die Offenlegung von Interessenskonflikten und um die Erarbeitung eines Fragenkatalogs, der es ermöglicht die Befangenheit eines Bewertungsprofessionals auszuschließen.

(3) Unabhängig von der Berufsgruppe des Bewerter sollten die jeweils angewandten **Berufsgrundsätze** und **Bewertungsstandards** im Gutachten genannt werden. Maßgebliche Berufsgrundsätze könnten beispielsweise die Unparteilichkeit, die Gewissenhaftigkeit, die Verschwiegenheit sowie die Eigenverantwortlichkeit des Bewertungsprofessionals sein.

(4) Der **Grundsatz der Klarheit und Nachvollziehbarkeit in der Berichterstattung** zielt darauf ab, dass der Empfänger eines Bewertungsgutachtens oder eines Researchberichtes die Ableitung des

Werturteils nachvollziehen kann, und auch gegebenenfalls ein nicht sachverständiger Dritter den Report versteht. Dazu bedarf es einer klaren und einfachen Sprache sowie der Definition bestimmter Begriffe.

Klarheit und Nachvollziehbarkeit der Berichterstattung könnten – präventiv! – eben falls viele gerichtliche Auseinandersetzungen vermeiden oder sie gegebenenfalls leichter entscheidbar machen. Bislang gibt es beispielsweise keine in deutscher Sprache verfasste Abhandlung wie ein Bewertungsgutachten formuliert sein sollte, dass es auch einer gerichtlichen Auseinandersetzung standhalten könnte (vgl. hierzu in den USA: *Writing and Defending Your Expert Report* von *Steven Babsky* und *James J. Mangraviti*).

(5) Bisher gab es in Deutschland noch keinen eigenständigen Qualifikationsnachweis für Bewertungsprofessionals. Jedoch wäre es wichtig die **Qualifikation** des für die Berichterstattung verantwortlichen **Bewertungsprofessional(s)** für den Berichtsempfänger zu dokumentieren. Zu Beginn der Stellungnahme ist die Funktion des Bewertungsprofessionals bzw. Gutachters zu publizieren.

Die **Funktion des Gutachters** bezieht sich sowohl auf die Aufgabe und Rolle des Bewertungsprofessionals (neutraler Gutachter oder Berater) als auch auf dessen Tätigkeiten. Je größer das mit der Bewertung beauftragte Unternehmen, desto unwahrscheinlicher wird es sein, dass der oder die Unterzeichner des Gutachtens auch tatsächlich die Verfasser des Gutachtens sind. In der Praxis arbeiten in diesen Fällen größere Bewertungsteams auch an der Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen. Auch um dem Gebot der Klarheit und Nachvollziehbarkeit in der Berichterstattung Rechnung zu tragen, bietet es sich an, die Qualifikation der für die einzelnen Berichtsteile verantwortlichen Personen offen zu legen.

Die Offenlegung der Verfasser einzelner Berichtsteile wäre darüber hinaus sehr gut geeignet **Qualitätssicherungsmaßnahmen** der Auftragnehmer bei der Durchführung von Unternehmensbewertungen sichtbar nach außen zu dokumentieren. Darüber hinaus gilt es jedoch weitere, für alle Bewertungsprofessionals geltende Qualitätssicherungsmaßnahmen zu entwickeln und auf deren Einhaltung zu achten. Dazu gehört beispielsweise die Gewährleistung, dass sich der Bewertungsprofessional regelmäßig auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung fortbildet. International üblich ist hier jedoch ausschliesslich die Anerkennung externer Fortbildungsveranstaltungen. Durch ein „Creditsystem“ müssen Bewertungsprofessionals

in anderen Ländern innerhalb eines bestimmten Zeitraumes nachweisen, dass sie sich auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung extern fortgebildet haben.

Der Inhalt interner Schulungsmaßnahmen ist der Öffentlichkeit nicht bekannt und damit auch nicht im Hinblick auf die Qualität nachprüfbar. Fraglich ist in diesem Zusammenhang, ob die gängige Praxis größerer Wirtschaftsprüfungsgesellschaften eine Vielzahl von Bewertungsgutachten nicht mehr zu siegeln, in diesem Zusammenhang zielführend ist. Diese Vorgehensweise führt dazu, dass im Rahmen des für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften obligatorischen „Peer Reviews“ die Bewertungsgutachten nicht Bestandteil der externen Qualitätskontrolle sind.

IV. Zusammenfassung

Stellungnahmen zum Wert eines Unternehmens sind eine wichtige Entscheidungsgrundlage für Investoren. Bisher gibt es keine für alle Bewertungsfachleute allgemein verbindliche und

einheitliche Grundsätze bei der Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen. Dieser Beitrag soll Ausgangsbasis für eine berufsübergreifende Entwicklung von Grundsätzen bei der Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen sein.

Die Zielsetzung sollte es dabei sein, einheitliche für alle Bewertungsprofessionals maßgebende Grundsätze einer ordnungsmäßigen Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen zu entwickeln. Das Festlegen auf bestimmte Mindestinhalte in Bewertungsgutachten ist eine vertrauensbildende Maßnahme gegenüber den Adressaten.

Da viele Unternehmensbewertungen Gegenstand einer gerichtlichen Auseinandersetzung werden, würden darüber hinaus einheitliche Grundsätze einer ordnungsmäßigen Berichterstattung bei Unternehmensbewertungen sich positiv auf den Prozess der gerichtlichen Auseinandersetzung auswirken. Die sich auseinandersetzenden Parteien würden fehlende Angaben in Bewertungsgutachten weit weniger oft anfordern als dies bislang die Praxis bei gerichtlichen Auseinandersetzungen ist.

Das aktuelle Stichwort

Abzinsung

Unter Abzinsung versteht man die Berechnung der Höhe eines Betrages B_0 zum Zeitpunkt t_0 (Anfangskapital, Gegenwartswert) aus der Höhe des Betrags B_n zum Zeitpunkt t_n (Endkapital, Zukunftswert), wobei für die Zeitspanne $t_n - t_0$ Zinsen in Höhe des Zinssatzes i gezahlt werden. Ein anderer Begriff für Abzinsung ist Diskontierung und der Zinssatz i heißt auch Diskontierungszins, Kalkulationszinsfuß oder Kapitalisierungszinssatz. Mathematisch entspricht die Abzinsung der Division des Endkapitals durch den Faktor $(1+i)^n$, wobei n die Laufzeit ist.

$$B_0 = B_n / (1+i)^n$$

Bei der Unternehmensbewertung findet die Abzinsung vor allem bei den Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren Anwendung. Hier werden die Werte zukünftiger Größen auf den heutigen Wert abgezinst. Die Wahl des Diskontierungszinssatzes hat dabei entscheidende Bedeutung. Der Kalkulationszinsfuß bzw. Kapitalisierungszinssatz wird bei Discounted-Cashflow-Verfahren bzw. Ertragswertverfahren aus einer kapitalmarktorientierten risikoäquivalenten Renditeforderung ermittelt, nämlich aus einem risikolosen Basiszinsfuß und einer Prämie für das übernommene Risiko. Das IDW empfiehlt beim Discounted-Cashflow-Verfahren/Ertragswertverfahren einen Basiszinssatz von 4,25% für das zweite Quartal 2005 und einen Markt-Risikozuschlag (nach Einkommensteuer) von 5% bis 6% (bzw. 4% bis 5% bei Bewertungen vor Einkommensteuer). Neben diesen beiden Größen finden in dem Kapitalisierungszinssatz noch der individuelle Betafaktor und - bei Rechnungen nach Einkommensteuer - die persönliche Ertragsteuern bezogen auf den Basiszins (typischerweise 35%) Berücksichtigung. In der Phase der ewigen Rente (Restwert) ist ggf. noch ein Inflations- bzw. Wachstumsabschlag abzuziehen, mit dem finanzmathematisch ein unterstelltes (ewiges) Wachstum der zu bewertenden Zahlungsüberschüsse erfasst werden kann.

Berechnung des Nachsteuer-Kapitalisierungszinssatzes:

Basiszins

- Persönliche Einkommensteuer

+ Nachsteuerrisikoabschlag * individueller Betafaktor

- Wachstumsabschlag (nur im Restwert)

= Nachsteuer-Kapitalisierungszinssatz (ggf. nach Wachstum)