

Stellungnahme zu den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.)

Die DVFA ist der Berufsverband der Investment Professionals. Aktuell gehören der DVFA 1100 persönliche Mitglieder an. Sie sind als Fach- und Führungskräfte bei über 400 Investmenthäusern, Banken sowie Fondsgesellschaften oder unabhängigen Kapitalmarktdienstleistern tätig.

I. Einleitung

Der Hauptfachausschuss des IDW hat zum 9. 12. 2004 einen Entwurf eines IDW Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen verabschiedet. Es wird empfohlen, diese Grundsätze seit ihrer Veröffentlichung zum 30. 12. 2004 anzuwenden. Zugleich hat das IDW bis zum 30. 6. 2005 um

Änderungs- oder Ergänzungsvorschläge gebeten. Die Expertengruppe „Valuation“ der DVFA kommt dieser Einladung zur Stellungnahme gerne nach.

II. Die wichtigsten Neuerungen

Gegenüber der bisherigen Fassung des *IDW S1* beinhalten die neuen Grundsätze *IDW ES 1 n.F.* zwei wesentliche Veränderungen¹⁾:

- **Neuorientierung bei der Ermittlung des Kalkulationszinsfußes**
Anstelle der Ableitung aus der Rendite eines festverzinslichen Wertpapiers wird der Diskontierungszinssatz direkt über eine Aktienrendite als risikoäquivalenter Alternativanlage abgebildet.
- **Abkehr von der Vollausschüttungshypothese**
Aufgrund der einkommensteuerlichen Diskriminierung von Dividenden gegenüber Kursgewinnen erscheint die in *IDW S1* für die objektivierte Wertermittlung vorgegebene Vollausschüttung nicht mehr adäquat. Sie wird ersetzt durch unternehmensindividuelle Planungen in Phase 1 und eine typisierte Ausschüttungsquote für die Bestimmung des Fortführungswerts.

III. Zur Neuorientierung bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes

Die Expertengruppe „Valuation“ begrüßt grundsätzlich die Neuregelung bezüglich des Kalkulationszinsfußes. Dadurch wird eine steuerliche Inkongruenz der alten Grundsätze in *IDW S1 a.F.* beseitigt, die zu einer Überbewertung des Bewertungsobjekts führte: Während die entziehbaren Überschüsse aus dem Unternehmen als Dividenden dem hälftigen Einkommensteuersatz unterworfen wurden, führte das bisherige Vorgehen bei der Bestimmung des Kalkulationszinsfußes dazu, dass dieser um den gesamten Einkommensteuersatz gekürzt wurde. Dies implizierte eine Belastung der Erträge aus der Alternativanlage mit dem gesamten Einkommensteuersatz, während die Überschüsse aus dem Unternehmen lediglich mit dem halben Satz belastet wurden. Die neue Regelung stellt direkt auf (erwartete) Aktienrenditen ab. Dabei wird abweichend vom bisherigen Vorgehen auch die steuerliche Behandlung der Alternativrendite korrekt abgebildet: Die anteilige Dividendenren-

dite wird der hälftigen Einkommensteuerbelastung unterworfen, während der Kursgewinnanteil als steuerfrei angenommen wird (Rdn. 103). Bezüglich der Auswahl der Alternativanlage wird auf am Kapitalmarkt notierte Unternehmensanteile (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße verwiesen. (Rdn. 102). Der explizite Hinweis auf ein Portfolio deutet darauf hin, dass die Vergleichsrendite aus einer Gruppe von mehreren Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgeleitet werden kann. Es ist nicht ganz klar, ob diese Formulierung auch die direkte Anwendung des Marktportefeuilles aus dem CAPM als Vergleichsgruppe beinhaltet; diese wäre u.E. lediglich in Ausnahmefällen (bei einem Beta-Faktor gleich Eins) gerechtfertigt. Es sollte daher im Text der Grundsätze deutlicher darauf hingewiesen werden, dass die gleichen Unternehmen, die zur Ableitung der Alternativrendite herangezogen werden, auch bei der in Rdn. 48 geforderten Herstellung eines vergleichbaren Ausschüttungsverhaltens zugrunde zu legen sind, damit die dort geforderte Äquivalenz hergestellt wird.

IV. Typisierung der Ausschüttung und Normierung der Investitionsrenditen²⁾

Für die Bestimmung des Fortführungswerts in Phase II schlägt *IDW ES 1 n.F.* die Typisierung der Ausschüttungspolitik des Bewertungsobjekts durch die Vorgabe eines zur Alternativanlage äquivalenten Ausschüttungsverhaltens vor (Rdn. 48). Der Begriff „Ausschüttungsverhalten“ sollte im Text der Grundsätze näher spezifiziert werden. In einem flankierenden Beitrag konkretisieren *Wagner et al.* diesen Vorschlag durch die Vorgabe einer Ausschüttungsquote für das Bewertungsobjekt in Höhe der anteiligen Dividendenrendite der Alternativanlage. Hintergrund ist auch hier die Eingrenzung von Manipulationsspielräumen: Da die derzeitigen Unternehmenseigner die Ausschüttungspolitik des zu bewertenden Unternehmens beeinflussen können, besteht der Anreiz, einen möglichst geringen Anteil des erzielten Gewinns als Dividende auszuschütten und der hälftigen Einkommensteuer zu unterwerfen. Um diese „nicht sachgerechten, steuerlich induzierten Wertinflüsse aufgrund eines nachhaltig unterschiedlich gesetzten Ausschüttungsverhaltens zwischen zu bewertendem Unternehmen und Alternativinvestition“ zu vermeiden, wird die Ausschüttungsquote des Bewertungsobjekts auf diejenige der Alternative festgelegt. Die Ableitung dieser typisierenden Ausschüttungsquote muss auf der Basis der gleichen Vergleichsunternehmen geschehen, die für die Ableitung der Alternativ-

1) Vgl. Presseinformation 1/05 v. 11. 1. 2005.

2) Vgl. im Folgenden Schwetzler, Halbeinkünfteverfahren und Ausschüttungsäquivalenz – die „Übertypisierung“ der Ertragswertbestimmung, *WPg* 2005 S. 601-617 (608).

anlage herangezogen worden sind. Als zweite zentrale Annahme für die Ermittlung des Fortführungswerts wird festgelegt, dass thesaurierte Beträge kapitalwertneutral wiederangelegt werden: Die erzielbare Rendite soll dem Kalkulationszinsfuß entsprechen (Rdn. 48). Die beiden genannten Annahmen haben folgende Konsequenzen³⁾: Zum einen ist für den Fortführungswert bei allen Unternehmen das Rentenmodell mit gleichbleibenden projizierten Überschüssen relevant. Zum zweiten kürzt sich die Einkommensteuer aus der Bewertungsgleichung, und man kann ohne Einkommensteuer rechnen⁴⁾.

Durch die Annahme der kapitalwertneutralen Wiederanlage ist Wachstum durch werterhöhende Erweiterungsinvestitionen ausgeschlossen. Geht man davon aus, dass die in Rdn. 48 festgelegte Wiederanlagerendite auf thesaurierte Beträge eine nominale Größe ist, dann gibt es in der Berechnung des Fortführungswerts u.E. auch keine Möglichkeit, *zusätzlich* inflationsbedingtes Wachstum zu berücksichtigen: Sämtliche Inflationswirkungen sind über die nominale Rendite der reinvestierten thesaurierten Beträge erfasst. Das gilt auch für den speziellen Fall, dass die nominale Reinvestitionsrendite mit den nominalen Eigenkapitalkosten identisch ist. Für die Ermittlung des Unternehmenswerts wird in ES1 n.F. und in *IDW S1 a.F.* die Nominalrechnung empfohlen (Rdn. 104 ff.): Die Wirkungen von Preissteigerungen sind somit direkt bei der Projektion der künftigen nominalen Reinvestitionsrenditen und der daraus resultierenden Gewinne zu berücksichtigen.

Zusätzlich erfordert die mit der Ausschüttungsäquivalenz angestrebte Herstellung gleicher Ausschüttungsquoten und gleicher anteiliger Dividendenrenditen für Bewertungsobjekt und Alternativenanlage kapitalwertneutrale Gewinnthesaurierungen auch für die Alternativenanlage. Diese Annahme dürfte in der Realität nur selten erfüllt sein.

In der Bewertungsgleichung des Fortführungswerts ist somit jegliches Wachstum ausgeschlossen. Damit gewinnt die Festlegung der Länge der ersten Prognosephase bei der Wertermittlung außerordentliche Bedeutung: werterhöhende Reinvestitionen/Thesaurierungen sind lediglich in dieser Phase I möglich. *IDW ES1 n.F.* schlägt für die Länge der detaillierten Prognosephase I einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren vor und begründet dies mit dem Vorliegen entsprechender Planungen seitens des Bewertungsobjekts (Rdn. 86). Für Unternehmen, die nach diesem Zeitraum noch Überrenditen aus vorteilhaften Erweiterungsinvestitionen aufweisen, führt die erzwungene Anwendung des Rentenmodells zu einer systematischen Unterbewertung. Überspitzt formuliert käme es zu einer „Übertypisierung“ des zu bewertenden Unternehmens. Man könnte das Problem dadurch umgehen, dass die Länge der Detailplanungsphase so weit verlängert wird, bis werterhöhende Erweiterungsinvestitionen im Lebenszyklus des zu bewertenden Unternehmens ausgeschlossen sind. Danach wäre die Anwendung

des Rentenmodells in Phase II gerechtfertigt. Wählt man diese Deutung von *IDW ES1 n.F.*, dann ist in Zukunft von einer deutlichen Zunahme der Länge der Prognosephase I auszugehen. Die Länge der Detailplanungsphase, die mit der Kapitalwertneutralität der Erweiterungsinvestitionen vereinbar ist, dürfte insbesondere in Wachstumsindustrien mehr als doppelt so hoch sein wie der in *IDW ES1* vorgeschlagene Richtwert von drei bis fünf Jahren. Vor dem Hintergrund der angestrebten intersubjektiven Nachprüfbarkeit der Bewertung wird der Diskussion um die Länge der Detailplanungsphase erheblich mehr Gewicht beizumessen sein. Schließlich ist auch noch die Frage offen, wie die entstehende Lücke in der Planung „typisierend“ aufzufüllen ist, wenn die Unternehmensplanungen den Zeitraum bis zu fünf Jahren umfassen, aber die erforderliche Länge der Phase I deutlich darüber liegt. In diesem Zusammenhang gewinnt insbesondere die in Rdn. 47 vorgesehene Regelung an Bedeutung, die auch für die Planungsphase I eine kapitalwertneutrale Wiederanlage thesaurierter Beträge vorsieht, wenn Planungen zu deren Verwendung nicht vorliegen.

Schließlich bleiben bei der Herstellung der Ausschüttungsäquivalenz über die Vorgabe der anteiligen Dividendenrendite der Alternativenanlage noch eine Reihe von Detailfragen, wie z.B. der Zeitraum der Ermittlung der Dividendenrendite, die Auswahl der oder des Vergleichsunternehmens(s) oder die Übertragung der Ausschüttungsäquivalenz auf nicht börsennotierte Bewertungsobjekte, offen.

V. Die Irrelevanz der Einkommensteuer bei Bestimmung des Fortführungswerts

Die in Rdn. 48 festgelegte Typisierung der Ausschüttung führt in Verbindung mit der Kapitalwertneutralität der Wiederanlage im Bewertungskalkül dazu, dass sich die Einkommensteuer bei der Bestimmung des Fortführungswerts aus dem Kalkül herauskürzt. Damit wird zwar die interessengeleitete Manipulation der Unternehmenswertermittlung durch die entsprechende Auswahl der Ausschüttungsquote des Bewertungsobjekts bzw. der Alternativrendite verhindert. Die Nebenwirkungen dieser Annahmen sind jedoch sehr weitreichend: Für die Ermittlung des Fortführungswerts ist – wie bereits unter Punkt 3 erläutert – für *alle* Unternehmen das Rentenmodell ohne Wachstum zu verwenden. Sind die thesaurierten Gewinne und die damit verbundenen Reinvestitionsrenditen nominale Größen, ist auch die Berücksichtigung von zusätzlichem, inflationsinduziertem Wachstum nicht möglich. Der Übergang von der Detailplanungsphase I in die Rentenphase darf vor die-

3) Vgl.: Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, *Weiterentwicklung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1)*, WPg 2004 S. 889-898 (897).

4) In Rdn. 54 *IDW ES1 n.F.* wird auf diese Wertneutralität lediglich als Ausnahme hingewiesen. Konkretisiert man das Ausschüttungsverhalten und die Alternativrendite, so wie in dem flankierenden Beitrag von Wagner u.a. (Fn. 2), ergibt sich die Irrelevanz der Einkommensteuer in jedem Fall.

sem Hintergrund erst dann stattfinden, wenn Überrenditen aus vorteilhaften Erweiterungsinvestitionen nicht mehr möglich sind. Bei konsequenter Anwendung der Grundsätze *IDW ES 1 n.F.* kommt der Diskussion um die Länge der Detailplanungsphase I neue und weitreichende Bedeutung zu.

VI. Dokumentation und Berichterstattung

In Tz. 184 ff. formuliert *IDW ES 1 n.F.* Anforderungen an Dokumentation und Berichterstattung im Rahmen von Unternehmensbewertungen. Nach Auffassung der Expertengruppe Valuation bleiben diese Anforderungen hinter den diesbezüglichen Erwartungen von Anlegern bei kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungen wie z.B. bei Fusionen oder Squeeze outs zurück. Insbesondere die in Rdn. 191 festgelegte Möglichkeit, zum Schutz vertraulicher Unternehmensinterna die Zahlengrundlagen geheim zu halten und Bewertungsgrundlagen, Vorgehensweise, Bewertungsergebnis und wesentliche Annahmen lediglich verbal zu erläutern, wird wegen der damit verbundenen erschwerten Nachvollziehbarkeit der Berechnungen kritisch beurteilt.

In diesem Zusammenhang wird deshalb auf den DVFA-Standard für Researchberichte vom Mai

2004 verwiesen. Dort werden weitergehende Anforderungen an die Berichterstattung von Unternehmensbewertungen kapitalmarktorientierter Unternehmen formuliert, die ein Investment-Manager (Analyst) bei der Erstellung von Researchberichten zu beachten hat.

VII. Zusammenfassung

Die Expertengruppe Valuation der DVFA begrüßt die im *IDW ES 1 n.F.* getroffene Neuregelung bezüglich der Ableitung des Kalkulationszinsfußes und die Abkehr von der sog. „Vollausschüttungshypothese“. Die für die Ermittlung des Fortführungswerts in der Phase II vorgeschlagene Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage der thesaurierten Beträge wird dagegen sehr kritisch beurteilt. Sie führt in ihrer Konsequenz nämlich dazu, dass für alle Unternehmen in der Phase II werterhöhende Erweiterungsinvestitionen ausgeschlossen sind. Des Weiteren bleiben die im *IDW ES 1 n.F.* niedergelegten Anforderungen an Dokumentation und Berichterstattung im Rahmen von Unternehmensbewertungen hinter den Erwartungen von Anlegern bei kapitalmarktorientierten Unternehmen und auch deutlich hinter den Empfehlungen der DVFA für die Berichterstattung zu Unternehmensbewertungen in Researchberichten zurück.