

## GASTBEITRAG

# „Niemand lässt sich gerne ein Monopol wegnehmen“

**Börsen-Zeitung, 22.6.2013**  
Die Kritik des IDW an den Best-Practice-Empfehlungen der DVFA zur Unternehmensbewertung bei Squeeze-outs und anderen gesellschaftsrechtlich dominierten Bewertungsanlässen ist nicht überraschend: Bislang hatten die Wirtschaftsprüfer ein Methodenmonopol bei der Bewertung von Squeeze-outs, weil es bei den Bewertungsgrundsätzen keine Alternativen zu ihren Grundsätzen IDW S1 gab. Das hat sich mit der Erarbeitung der DVFA-Grundsätze zur Bestimmung angemessener Abfindungen nun geändert. Die Reaktion des IDW zeigt: Niemand lässt sich gerne ein Monopol wegnehmen.

### Deutscher Sonderweg

Die DVFA-Empfehlungen wurden auch als Reaktion auf die Schwächen der Wirtschaftsprüfer-Methode erarbeitet. Insbesondere die Berücksichtigung der persönlichen Steuern (aktuell der Abgeltungsteuer) im Ertragswertverfahren des IDW S1 sorgt immer wieder für Kritik, weil sie zum einen einen deutschen Sonderweg darstellt, den internationale Investoren nicht nachvollziehen können, und zum anderen die Komplexität der Bewertungsmodelle über Gebühr erhöht.

Des Weiteren führt die Berücksichtigung der Abgeltungsteuer zu einigen modelltechnischen „Klimmzügen“, die an anderer Stelle, z. B. bei der Berücksichtigung von Wachstum und Inflation, wieder zu neuen Schwierigkeiten führen. Auch die nur für „Plausibilierungszwecke“ akzeptierte Bewertung mit Multiplikatoren (Multiplikatormethode) steht in krassem Gegensatz zur Bewertung bei Unternehmenstransaktionen oder in der Rechnungslegung nach IFRS, wo sie breite Anwendung findet und zudem im Zuge der Fair-Value-Hierarchie des IFRS 13 als den Diskontierungsmodellen überlegen angesehen wird.

Dass die Anmerkungen des IDW zu den Grundsätzen von der Arbeitsgruppe nur teilweise übernommen wurden, ist nicht sonderlich überraschend: Sie liefen darauf hinaus, die DVFA-Empfehlungen durch IDW S1 zu ersetzen. Dabei waren die zentralen Schwachpunkte von IDW S1 (z. B. die Einbeziehung der persönlichen Einkommensteuer und der Me-

thodenmonopolismus) ja gerade der Grund für die Entwicklung alternativer Grundsätze. Auch die angeblich geringe Resonanz macht uns derzeit nur wenig Sorgen: Die Empfehlungen wurden ja erst vor einigen Monaten verabschiedet. Die Umsetzung von neuen Konzepten in der Bewertungspraxis ist immer ein mehrjähriger Prozess. Zudem wurde bereits auch schon das erste Gutachten verfasst, das die DVFA-Grundsätze berücksichtigt. Im Übrigen freuen wir uns schon einmal über die Resonanz beim IDW.

### Kein Gegenargument

Die vom IDW als Kritik vorgebrachte Differenzierung zwischen Unternehmenskauf bzw. einer Kaufpreisermittlung und der Berechnung der Abfindung ist kein geeignetes Gegenargument: Der Bewertungsanlass ist zwar unterschiedlich, aber die dahinterstehende Problematik ist die gleiche. Aus juristischer Sicht ist es für die Bestimmung der angemessenen Abfindung sogar gerade geboten, den Kauf des Gesamtunternehmens aus der Perspektive eines markttypischen Erwerbers zu simulieren. Konsequenterweise wenden die DVFA-Empfehlungen die Bewertungsmethoden und Vorgehensweisen an, die Unternehmenskäufer bei der Bestimmung von Kaufpreisen nutzen. Damit kommen auch bei der Bestimmung von Abfindungen Multiplikatormethode und Grundsatz der Methodenvielfalt zur Anwendung. Bei der Erstellung von Fairness Opinions oder der Bestimmung von Fair Values nach IFRS wird dies ja auch vom IDW als unproblematisch betrachtet.

### Offenkundige Unkenntnis

Das IDW-Argument, die DVFA-Empfehlungen forderten eine Mischung des ermittelten Unternehmenswertes mit dem niedrigeren Börsenkurs, beruht auf der offenkundigen Unkenntnis der DVFA-Empfehlungen. Die geforderte Einbeziehung von marktorientierten Bewertungskonzepten bedeutet nicht die „Mischung“ des inneren Wertes mit dem niedrigeren Börsenkurs, sondern bezieht sich auf die Kombination mehrerer Verfahren bei der geforderten Ermittlung des „inneren Wertes“ der Anteile. Dort sollen verstärkt

marktorientierte Verfahren zum Einsatz kommen. Natürlich können basierend auf den hier vorgeschlagenen Multiplikatormethoden auch Anteilswerte resultieren, die oberhalb des Ertragswertes liegen. Der aktuelle Börsenkurs gilt auch hier als separate Untergrenze der Abfindung.

Irreführend erscheint uns auch der Vorwurf, dass Kleinaktionäre durch die DVFA-Empfehlungen systematisch schlechter gestellt werden würden. Wir glauben eher, dass bestimmte Annahmen des IDW S1 geeignet sind, eine systematische Unterbewertung zu befördern: Der normierte Ausschluss von Überrenditen im Fortführungswert impliziert zum Beispiel, dass Erweiterungsinvestitionen keinerlei Wertzuwachs generieren. Ein anderes Beispiel ist die fehlende Berücksichtigung von Kontrollprämien bei der Multiplikatorbewertung mit vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.

### Kein allzu großes Problem

Auch die vom IDW kritisierte fehlende Aussage zur Gewichtung der verschiedenen Methoden scheint uns kein allzu großes Problem zu sein. Tatsächlich liegt die finale Wertermittlung und Aggregation der Wertbandbreiten aus den verschiedenen Bewertungsverfahren im Ermessen des Beraters. Wir sehen in der Aggregation keine außergewöhnlichen Schwierigkeiten.

Wenn sie ihre Klienten bei Transaktionen oder Impairment-Tests beraten, sind Wirtschaftsprüfer ansonsten auch problemlos in der Lage, diese Leistung zu erbringen. Zudem ist ja auch das zentrale Ziel der vorgeschlagenen Methodenvielfalt und des Arbeitens mit transparenten Wertbandbreiten, die vom Hautaktionär vorgeschlagene Abfindung durch einen Dritten nachvollziehbar mit verschiedenen Bewertungsmethoden zu begründen.

Schließlich ist auch der gebotene Schutz der Minderheitsaktionäre kein Argument gegen die DVFA-Empfehlungen: Minderheitsaktionäre sind zwar besonders schutzbedürftig. Ursache hierfür ist die überlegene Position des Hauptaktionärs, der deutlich besser über die künftigen Ertragsaussichten und damit den Unternehmenswert informiert

ist. Die DVFA-Arbeitsgruppe ist allerdings der Ansicht, dass sich die daraus resultierende Anforderung des Minderheitenschutzes nicht durch die zwangsweise Vorgabe einer Bewertungsmethode, sondern durch eine erhöhte Transparenz und Nach-

vollziehbarkeit der Bewertung erreichen lässt.

.....  
Beide Autoren sind Vorsitzende der Arbeitsgruppe „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA.  
.....

Bernhard Schwetzler, Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Banken an der HHL Leipzig Graduate School of Management

.....  
Christian Aders, Value-Trust Financial Advisors