



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37, 60327 Frankfurt am Main

DVFA e.V.
Arbeitskreis Corporate Transaction & Valuation
Mainzer Landstraße 47a
60329 Frankfurt

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60327 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-5901
Fax: +49 69 9585-5960

13. Januar 2012
AMC/AGR/SKL

**Stellungnahme zum Entwurf der „Best-Practice-Empfehlungen
Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and
Valuation“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
(DVFA)**

Sehr geehrte Damen und Herren,

gerne kommen wir Ihrer Einladung zur Abgabe einer Stellungnahme zum Entwurf der „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA (nachfolgend kurz "Empfehlungen") nach. Zu der Möglichkeit des Gedankenaustausches im Vorfeld einer abschließenden Fassung möchten wir uns bedanken.

Nachfolgend nehmen wir zu wesentlichen Punkten, bei denen aus unserer Sicht Klarstellungen erforderlich wären oder bei denen wir Diskussionsbedarf sehen, Stellung:

1. Anwendungsbereich der Empfehlungen

Der Anwendungsbereich der Empfehlungen bezieht sich ausschließlich auf Unternehmensbewertungen zur Bestimmung einer angemessenen Abfindung im Rahmen „dominierter Transaktionssituationen“ bei börsennotierten Aktiengesellschaften (vgl. A.1.). Dieser sehr eingeschränkte Anwendungsbereich sollte bereits im Titel der Empfehlungen zum Ausdruck kommen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der Vielzahl möglicher Bewertungsanlässe bei demselben Bewertungsobjekt und gegenüber demselben involvierten Personenkreis. Es ist nicht erkennbar, warum der Anwendungsbereich auf börsennotierte Aktiengesellschaften beschränkt ist, zumal die überwiegende Mehrzahl der deutschen Aktiengesellschaften nicht börsennotiert ist.

Die Empfehlungen sind in weiten Teilen eine Zusammenfassung der Vorgehensweise bei der Unternehmensbewertung, die sich im Wesentlichen bereits sehr ähnlich in dem Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmens-

...

bewertungen“ ohne Einschränkung des Anwendungsbereiches findet. Dies gilt insbesondere für die Darstellung verschiedener Bewertungsverfahren (kapitalwert- und multiplikatorbasierte Verfahren).

2. Wertkonzept

Die Empfehlungen betreffen Bewertungsanlässe, bei denen das Wertkonzept des objektivierten Unternehmenswerts im Sinne eines intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswertes maßgeblich ist (vgl. IDW S1 2008, Tz. 29). Dieses Wertkonzept orientiert sich an einem fundamentalen Unternehmenswert. Börsenpreise und aus diesen abgeleitete Multiplikatoren sowie Transaktionsmultiplikatoren können allerdings nicht die Ermittlung eines fundamentalen Unternehmenswertes ersetzen. Vielmehr werden diese zur Plausibilisierung von ermittelten fundamentalen Unternehmenswerten herangezogen. Entgegen den Ausführungen in den Empfehlungen spielen diese auch bei Bewertungen nach IDW S1 eine bedeutsame Rolle, da bei Differenzen zwischen dem Zukunftserfolgswert und einem aus Multiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswert die der kapitalwertorientierten Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen und ggf. zu modifizieren sind (vgl. IDW S 1, Tz. 167). Eine Ausnahme zu der genannten Plausibilisierungsfunktion bilden lediglich Fälle, bei denen die Rechtsprechung den Börsenkurs als Untergrenze einer angemessenen Abfindung vorsieht.

Das in den Empfehlungen begrifflich eingeführte Wertkonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ entspricht in den Grundzügen dem objektivierten Unternehmenswert als normiertem Wertkonzept. Allerdings wird die Kaufpreisfindung bei Unternehmenstransaktionen als Maßstab für den „markttypischen Erwerber“ herangezogen. Hier sollte klarstellend ergänzt werden, dass im Transaktionsprozess ausgehandelte tatsächliche Preise sich nur zufällig mit den auf Basis normierter Wertkonzepte ermittelten Werten, wie dem des objektivierten Wertes, decken.

Implizit wird in den Empfehlungen der Bewertungsprozess eines „markttypischen Erwerbers“ auch mit dem Bewertungsprozess beim IFRS-Impairment Test gleichgesetzt. Hierbei wird nicht berücksichtigt, dass der einschlägige Standard IAS 36 zwei Wertkonzepte unterscheidet und diese (konsequenterweise) mit verschiedenen Ermittlungsvorschriften unterlegt. So unterstellt der "Value in Use" gerade keinen Transaktionskontext und schließt die Anwendung der Multiplikatormethode im Standard selbst aus.

3. Methodenvielfalt

Der hier in Rede stehende Abfindungsbetrag ist zwingend eine einwertige Größe, die nach der Rechtsprechung im Sinne einer „vollen Kompensation“ vom Mehrheitsgesellschafter oder den Vertragsparteien festzulegen ist.

Die Empfehlung, verschiedene Bewertungsmethoden („Methodenvielfalt“) anzuwenden sowie Unternehmenswertsensitivitäten darzustellen, verstärkt die ohnehin bereits bestehenden Unsicherheiten hinsichtlich der bewertungsrelevanten Parameter bei der Bestimmung des einwertigen Abfindungsbetrages signifikant und bietet keine Erleichterung in den beschlussfassenden Hauptversammlungen und für die nachgelagerten Spruchverfahren.

Eine differenzierte, objektiv nachvollziehbare Entscheidung zwischen den mit verschiedenen Bewertungsmethoden abgeleiteten Bewertungsergebnissen ist nicht zweifelsfrei zu treffen.

Demzufolge würde die Methodenvielfalt dazu führen, dass sich die Minderheitsaktionäre immer am höchsten Wert der Bandbreite orientieren und diese als Untergrenze der Abfindung fordern. Dies geht über den Anspruch einer „vollen Kompensation“ deutlich hinaus.

In den Empfehlungen wird die Methodenvielfalt insbesondere damit begründet, dass sich Beteiligten in einem Transaktionsprozess schon im Vorfeld an denjenigen Bewertungsmethoden und -maßstäben orientieren, von denen sie erwarten, dass sie im Falle eines Gerichtsverfahrens zur Anwendung kommen (S. 5). Die Gerichte stellen aber regelmäßig zur Ermittlung der angemessenen Abfindung auf die kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden (insbesondere die Ertragswertmethode) ab.

Zur weiteren Begründung der Methodenvielfalt verweisen die Empfehlungen auf die gesetzlich begründete Aggregation unterschiedlicher Bewertungsmethoden gem. §§ 12 Abs. 2 UmwG, 293e AktG. Maßgebende Kommentierungen zum Aktiengesetz verstehen darunter jedoch nicht die Aggregation von Diskontierungsverfahren, multiplikatorbasierten sowie börsenkursbezogenen Verfahren, sondern verweisen auf pauschale oder analytische Ertragswertverfahren sowie das Stuttgarter Verfahren (vgl. Hüffer, Aktiengesetz Kommentar, 9. Aufl., S. 1.518, Rz. 5). Die genannten Regelungen zur Aggregation von verschiedenen Bewertungsmethoden sind aus dem historischen Kontext heraus zu verstehen, bei dem die Anwendung investitionstheoretischer Kalküle keineswegs selbstverständlich war, sondern auch noch substanzwertorientierte Verfahren Anwendung fanden.

Auch lässt sich die Methodenvielfalt nicht damit begründen, dass sämtliche Kapitalmarktakteure ihre Investitionsentscheidungen auf der Basis von Wertbandbreiten vornehmen. Beispielsweise veröffentlichen Finanzanalysten im Rahmen von Wertpapierkauf- und -verkaufsempfehlungen i.d.R. einwertige Größen (Kursziele) und gerade keine Bandbreiten.

Unbeschadet dessen würde eine praktische Umsetzung der aus unserer Sicht nicht zielführenden Methodenvielfalt einen eindeutigen Handlungsleitfaden zur Verdichtung einer Wertbandbreite zu einem eindeutigen Wert erfordern, der in den Empfehlungen bislang fehlt.

4. Keine Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern

In der betriebswirtschaftlichen Literatur sowie in der Rechtsprechung ist unumstritten, dass sich der Wert einer Beteiligung an einem Unternehmen durch die Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt. Denn nur der Nettoertrag fließt den Anteilseignern letztlich zu und ist daher aus Anteilseignerperspektive maßgeblich für den Wert des Unternehmens (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08, S. 69, BeckRS 2008, 00900; Paulsen, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2010, § 305 Rn. 100). Gerade für Unternehmensbewertungen aufgrund gesellschaftsrechtlicher oder vertraglicher Vorschriften, insbesondere zur Ermittlung angemessener Abfindungen, sind deshalb Analysen zu den effektiven Auswirkungen der persönlichen Steuern auf die künftigen Nettozuflüsse und den Kapitalisierungszinssatz erforderlich.

Dagegen können bei Bewertungsanlässen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen (Kauf und Verkauf) persönliche Ertragsteuern vereinfachend durch „mittelbare Typisierung“ berücksichtigt werden. Diese mittelbare Typisierung geht davon aus, dass die persönliche Ertragsteuerbelastung der Nettozuflüsse aus dem zu bewertenden Unternehmen der persönlichen Ertragsteuerbelastung der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio entspricht.

Dass bzgl. der Berücksichtigung persönlicher Steuern international häufig eine andere Vorgehensweise bei der Unternehmensbewertung angewendet wird, ist den jeweiligen (anderen) Steuersystemen geschuldet. Im Übrigen ist gerade die im deutschen Recht verankerte Art und Weise der Bestimmung einer angemessenen Barabfindung eine deutsche Besonderheit, die es in vergleichbarer Form im internationalen Recht nicht gibt.

Die Aussage, dass persönliche Einkommensteuern aus der Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers irrelevant seien, bedarf einer Klarstellung. Selbst, wenn wie international üblich, Bewertungskalküle „ohne“ persönliche Ertragsteuern aufgestellt werden, sind auch in diesen Kalkülen persönliche Ertragsteuern implizit berücksichtigt.

5. Fixierung der Kapitalstruktur

Nach den Empfehlungen ergeben sich die Annahmen zur Kapitalstruktur indirekt aus den Annahmen zum markttypischen Erwerber (vgl. S. 16). Für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung ist die Zugrundelegung des tatsächlich vorliegenden unternehmerischen Konzeptes relevant. Dies umfasst auch das konkrete Finanzierungskonzept und nicht das Finanzierungskonzept eines markttypischen Erwerbers. Insoweit wäre hier eine Klarstellung in den Empfehlungen wünschenswert.

6. Basiszinssatz

Zur Ermittlung des Basiszinssatzes soll gemäß den Empfehlungen die Rendite von Bundesanleihen mit der längsten verfügbaren Laufzeit zu Grunde gelegt werden. Dies widerspricht dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz. Auch unterstellt die Verwendung der Rendite einer Kuponanleihe als Basiszinssatz unabhängig von der gewählten Restlaufzeit eine flache Zinsstrukturkurve, die jedoch regelmäßig nicht beobachtbar ist.

7. Wachstum

Die Empfehlungen bestimmen den Wachstumsabschlag (g) als Thesaurierungsquote (q) multipliziert mit der erwarteten nachhaltigen Investitionsrendite auf Erweiterungsinvestitionen (ROIC): $g = q \times \text{ROIC}$. Durch einen so definierten Wachstumsabschlag wird aber ausschließlich das thesaurierungsbedingte Wachstum erfasst. Inflationsbedingtes Wachstum der ausgeschütteten Beträge bleibt dabei unberücksichtigt und der abzufindende Minderheitsaktionär wird damit benachteiligt (vgl. ausführlich zu Wachstum und Unternehmensbewertung Tschöpel, Wiese, Willershausen, WPg, 2010, 349-357, 405-412).

8. Multiplikator-Verfahren

Die Ausführungen zur Vorgehensweise bei Multiplikatormethoden beschränken sich auf eine generische Darstellung. Gerade hier aber wären im Sinne einer Best Practice-Empfehlung und vor dem Hintergrund der diesem Verfahren von der DVFA eingeräumten Bedeutung konkrete praktische Umsetzungshinweise wünschenswert.

9. Umsetzung der Empfehlungen im Bewertungsgutachten (Teil III)

Die Umsetzung der in den Empfehlungen geforderten Transparenz soll auch im Bewertungsgutachten ihren Niederschlag finden. Dadurch soll ein außenstehender sachverständiger Dritter die Annahmen für die Schätzung der künftigen Überschüsse mit vertretbarem Aufwand plausibilisieren können (vgl. G.1.). Unseres Erachtens ist diese Plausibilisierung eine Kernaufgabe des Bewerbers, die nicht auf einen dritten Empfänger des Gutachtens delegiert werden kann. Sicherzustellen ist in diesem Zusammenhang lediglich, dass in den

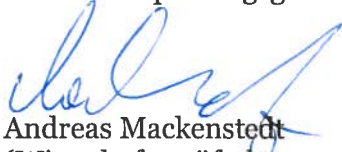
erforderlichen Dokumentationen der betroffene Dritte die Vorgehensweise, die zugrundeliegenden Prämissen und die abfindungsrelevanten Berechnungen nachvollziehen kann. Im Übrigen ist im Anwendungsbereich der Empfehlungen (dominierte Transaktionen) der Berichtsadressat nicht zwingend ein sachverständiger Dritter.

Die in den Empfehlungen geforderte umfangreiche Darstellung aller Multiplikatoren, so auch der aus einer weiten Peer Group (vgl. I.1.), sowie der Sensitivitätsanalysen führt zu einem Umfang der Berichterstattung, der die vom Bewerter getroffenen Beurteilungen und Entscheidungen in Ausübung seines gutachtlichen Ermessens in den Hintergrund treten lassen kann. Dadurch wird die ohnehin sehr umfassende und detaillierte Berichterstattung im Rahmen der beschlussfassenden Hauptversammlungen noch weiter ausgedehnt und damit ein ordnungsgemäßer Ablauf der Hauptversammlung zumindest gefährdet.

Wir würden es begrüßen, wenn wir diese Punkte in einem direkten Dialog mit Ihnen vertiefen können.

Mit freundlichen Grüßen

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Andreas Mackenstedt
(Wirtschaftsprüfer)



Andreas Grün
(Wirtschaftsprüfer)