

Herren
Prof. Dr. Bernhard Schwetzler
Prof. Dr. Christian Aders
Arbeitskreis „Corporate Transactions and
Valuation“ der DVFA
Mainzer Landstr. 47a
60329 Frankfurt am Main
per E-Mail an: unternehmensbewertung@dvfa.de

Düsseldorf, 6. Februar 2012

533/590

Institut der Wirtschaftsprüfer
in Deutschland e.V.

Wirtschaftsprüferhaus
Tersteegenstraße 14
40474 Düsseldorf
Postfach 32 05 80
40420 Düsseldorf

TELEFONZENTRALE:
+49 (0) 211 / 45 61 - 0

FAX GESCHÄFTSLEITUNG:
+49 (0) 211 / 454 10 97

INTERNET:
www.idw.de

E-MAIL:
info@idw.de

BANKVERBINDUNG:
Deutsche Bank AG Düsseldorf
BLZ 300 700 10
Kto.-Nr. 7480 213

Stellungnahme zum Entwurf „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“

Sehr geehrter Herr Professor Schwetzler,
sehr geehrter Herr Professor Aders,

wir bedanken uns für die Gelegenheit zur Abgabe einer Stellungnahme zu dem Entwurf der Best-Practice-Empfehlungen der DVFA zur Unternehmensbewertung. Unsere Stellungnahme betrifft im Wesentlichen die folgenden drei grundsätzlichen Fragen, ohne detailliert auf einzelne Regelungen des Entwurfs einzugehen:

- Methodenvielfalt und Verengung von Wertbandbreiten auf ein einwertiges Ergebnis,
- Eignung von Aktienkursen und Multiplikatoren für Abfindungszwecke und
- Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern.

Methodenvielfalt und Wertbandbreiten

Mit dem vorliegenden Entwurf verfolgt die DVFA das Ziel, Hinweise für die Ermittlung von angemessenen Abfindungen zu geben, die an Minderheitsgesellschafter von börsennotierten Aktiengesellschaften als Entschädigung für den Verlust ihrer Aktien zu leisten sind. Dabei werden im Gegensatz zu dem *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)* neben dem Ertragswertverfahren und dem Discounted-

GESCHÄFTSFÜHRENDER VORSTAND:
Prof. Dr. Klaus-Peter Naumann,
WP StB, Sprecher des Vorstands;
Dr. Klaus-Peter Feld, WP StB CPA;
Manfred Hamannt, RA

Seite 2/5 zum Schreiben v. 06.02.2012 an den DVFA-Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“

Cash-Flow-Verfahren auch multiplikatorbasierte Verfahren und die Aktienanalyse als Bewertungsverfahren anerkannt, um zu einer Bandbreite gleichrangig nebeneinander stehender Werte zu gelangen. Der Abfindungsbetrag soll dann angemessen sein, wenn er innerhalb der Ergebnisbandbreite jedes angewendeten Bewertungsverfahrens liegt. Begründet wird diese Methodenvielfalt damit, dass die Konzentration auf eine einzige „gültige“ Methode (nämlich der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nach *IDW S 1*) im Gegensatz steht zu der Methodenvielfalt bei Wertfindungen im Rahmen von Unternehmenstransaktionen. Zudem lässt sich die Methodenvielfalt bereits aus § 293e AktG begründen.

Nach § 293e AktG hat ein Vertragsprüfer über das Ergebnis seiner Prüfung schriftlich zu berichten und den Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben,

- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
- welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; ...

Das Schrifttum versteht unter dieser Vorschrift jedoch nicht die Aggregation von rechnerisch ermittelten Barwerten sowie anhand von Multiplikatorverfahren und Börsenkursanalysen ermittelten Werten, sondern verweist auf pauschale oder analytische Ertragswertverfahren sowie das Stuttgarter Verfahren (vgl. Hüffer, AktG, 9. Aufl., Tz. 5). § 293e AktG ist aus dem historischen Kontext heraus zu verstehen, wonach die Anwendung investitionstheoretischer Bewertungskalküle bis in die 80-er Jahre des 20. Jahrhunderts auch in der Betriebswirtschaftslehre keineswegs selbstverständlich war, sondern auch noch substanzwertorientierte Verfahren angewendet wurden. Mittlerweile haben sich barwertorientierte Bewertungsverfahren in der Rechtsprechung durchgesetzt.

Der Entwurf sieht vor, dass der Bewerter die ermittelten Wertbandbreiten zu einem einzigen Wert für die angemessene Abfindung aggregiert und seine Vorgehensweise im Gutachten in vollem Umfang transparent macht und erläutert. In der Praxis wird sich hier ein erhebliches Akzeptanzproblem ergeben: So wird ein Unternehmen, das zur Zahlung einer angemessenen Abfindung verpflichtet ist, stets argumentieren, dass bereits der niedrigste aller aus den Bandbreiten abgeleiteten denkbaren Werte die nach der Rechtsprechung erforderliche „volle Entschädigung“ der Anteilseigner gewährleistet. Die abzufindenden Anteilseigner dagegen werden versuchen, das oberste Ende der ermittelten Bandbreiten

Seite 3/5 zum Schreiben v. 06.02.2012 an den DVFA-Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“

als angemessene Abfindung zu erzielen. Hinweise, wie der Bewerter die Auswahl eines Wertes innerhalb der zulässigen Bandbreite vornehmen soll, geben die Empfehlungen nicht, sodass sich der Bewerter regelmäßig mit dem Vorwurf einer willkürlichen Wertermittlung konfrontiert sehen wird. Eine Wertermittlung auf Basis des *IDW S 1* stellt dagegen ein von der Rechtsprechung und der Betriebswirtschaft anerkanntes Bewertungsverfahren dar und ist der vorgeschlagenen Methodenvielfalt daher vorzuziehen.

Als Motivation für die Erarbeitung der Best-Practice-Empfehlungen nennt die DVFA auch die Kritik an der Dauer der Verfahren zur Ermittlung und Überprüfung der angemessenen Abfindungen für Minderheitsaktionäre. So würden sich Spruchstellenverfahren regelmäßig bis zur letztinstanzlichen Klärung hinziehen. Die vorgeschlagene Methodenvielfalt dürfte angesichts des skizzierten Interessenkonflikts u.E. kaum zu mehr Rechtssicherheit und kürzeren Verfahren führen.

Eignung von Aktienanalysen und Multiplikatoren

Der Börsenkurs entspricht dem Preis, zu dem auf einem organisierten Kapitalmarkt Unternehmensanteile gehandelt werden. In Deutschland werden Aktien zwar auf einem organisierten Kapitalmarkt gehandelt. Dieser ist jedoch in der Regel nicht hinreichend vollkommen und informationseffizient, sodass nicht mit einer hinreichenden Sicherheit davon ausgegangen werden kann, dass Börsenkurse den wahren Wert des Unternehmensanteils widerspiegeln. Kapitalmarkttheoretische Ansätze unterstellen zwar, dass auch bei unvollständigen Informationen der Kapitalmarkt zu einer besseren Werteinschätzung gelangt, als dies einzelnen, unvollständig informierten Marktteilnehmern möglich ist. Es fehlt jedoch ein Nachweis, dass ein solcher Marktwert den von einem neutralen Unternehmensbewerter aufgrund detaillierter Kenntnis des Unternehmens ermittelten Unternehmenswert an Zuverlässigkeit übertrifft.

Auch die deutsche Rechtsprechung hat sich nicht dahingehend entwickelt, dass die Höhe der Abfindung von ausscheidenden Minderheitsaktionären ausschließlich anhand der Börsenkurse des Unternehmens bemessen wird. Vielmehr ist der Börsenkurs lediglich in bestimmten Fällen als Mindestgröße für die Abfindung zu beachten.

Auch die in der Praxis von Investoren häufig anzutreffenden Multiplikatorverfahren sind Hilfsverfahren zur Preisfindung für Unternehmen. Bei der Anwendung von Multiplikatorverfahren sind Marktpreise vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Trading Multiples) bzw. beobachtete Preise bei vergleichbaren Transaktionen (Transaction Multiples) Grundlage der Beurteilung. Dabei wird die Bezugsgröße des Transaktionsobjekts mit dem vom Markt abgeleiteten

Seite 4/5 zum Schreiben v. 06.02.2012 an den DVFA-Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“

Quotienten (Verhältnis von Marktpreis des Vergleichsunternehmens bzw. von Preis bei Vergleichstransaktionen zu korrespondierender Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens) multipliziert. Multiplikatorverfahren basieren damit, ebenso wie Börsenkurse, auf Marktpreisen. Sie sind damit ebenfalls kein geeignetes Verfahren zur Ermittlung der Abfindung im Rahmen eines Squeeze Out. Letztlich eignen sich diese Verfahren vor diesem Hintergrund nur zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach Ertragswert- oder Discounted-Cash-Flow-Verfahren (vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 13 und Tz. 167).

Etwas anderes gilt, wenn Stellung genommen wird zur finanziellen Angemessenheit von Transaktionspreisen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen. Dies hat das IDW auch im *IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW S 8)* klargestellt. Danach ist für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit maßgeblich, ob der vereinbarte oder vorgesehene Transaktionspreis innerhalb einer Bandbreite von kapitalwertorientiert ermittelten Werten und zum Vergleich herangezogenen Transaktionspreisen liegt (vgl. *IDW S 8*, Tz. 6).

Berücksichtigung von persönlichen Steuern

Die Empfehlungen sehen vor, eine Bewertung ohne Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner vorzunehmen. Begründet wird dies im Wesentlichen damit, dass die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern die Komplexität der Bewertung deutlich erhöhe und zudem international nicht üblich sei.

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt, die ihnen zur freien Verfügung stehen. Diese Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich unter Berücksichtigung der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln (vgl. *IDW S 1 i.d.F. 2008*, Tz. 28). Vor diesem Hintergrund ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung allgemein anerkannt (vgl. *WP-Handbuch 2008*, a.a.O., Tz. 104). Daher wird der objektivierte Unternehmenswert bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen (z.B. Squeeze Out) im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung (vgl. *WP-Handbuch 2008*, a.a.O., Tz. 107; *Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008*, S. 733) unter Berücksichtigung der typisierten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner ermittelt.

Seite 5/5 zum Schreiben v. 06.02.2012 an den DVFA-Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“

Fazit

Wir würden es begrüßen, wenn die DVFA unsere oben dargelegten Bedenken zum Anlass nimmt, ihre Empfehlung zur Unternehmensbewertung in Abfindungsfällen noch einmal aus grundsätzlicher Sicht zu überdenken. Die Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nach den Grundsätzen des *IDW S 1 i.d.F. 2008* unter Berücksichtigung eines Börsenkurses als Mindestwert ist erforderlich, um sicherzustellen, dass ausscheidende Minderheitsgesellschafter die verfassungsrechtlich gebotene „volle Entschädigung“ für den Verlust ihrer Eigentums- oder Gesellschafterrechte erhalten. Dabei leisten Multiplikatorverfahren und Aktienanalysen einen wichtigen Beitrag zur Plausibilisierung des nach dem kapitalwertorientierten Verfahren ermittelten objektivierte Unternehmenswerts.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen Hinweisen behilflich sein zu können, und verbleiben

mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Naumann

Dr. Breker, WP StB
Fachleiter Rechnungslegung
und Prüfung