

Kritische Würdigung anhand empirischer Analysen

Der Einfluss unternehmensspezifischer Parameter zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes beim *impairment*-Test gem. IAS 36

WP/STB/CPA PROF. DR. JOCHEN PILHOFER UND WP/CPA JÖRG BÖSSER*

Bei der Schätzung zukünftiger Cashflows im Rahmen der Wertminderungstests i. S. von IAS 36 spielt der Abzinsungssatz eine herausragende Rolle. Bei dessen Ableitung ist in praxi regelmäßig fraglich, inwieweit unternehmensspezifische Einflüsse oder unternehmensunabhängige Marktparameter in der Ausprägung sog. *Peer Group*-Parameter – vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur – zugrunde zu legen sind. Trotz vermeintlich eindeutigem Standardwortlaut, der durch eine zwingend vorgegebene unternehmensunabhängige Ermittlung eine weitgehende Objektivierbarkeit und Vergleichbarkeit sicherstellen möchte, belegen vor allem empirische Beobachtungen die (scheinbar) gegenwärtig (noch) divergierende Auslegung in praxi. Der vorliegende Beitrag widmet sich ganz der Fragestellung, inwieweit im Rahmen von *impairment*-Tests trotz entgegenstehendem Standardwortlaut unternehmensspezifische Einflüsse bei der Ermittlung des Abzinsungssatzes – vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur – einbezogen werden können bzw. einzubeziehen sind.

NWB Datenbank → Zülch, infoCenter, Impairment Test [→XAAAC-32088]

KERNAUSSAGEN

- ▶ Im Rahmen der Bestimmung des Abzinsungssatzes bei der Schätzung zukünftiger Cashflows im Rahmen von Wertminderungstests i. S. von IAS 36 ist sowohl bei der Ermittlung eines Nutzungswerts als auch im Falle der Ermittlung eines beizulegenden Zeitwerts abzüglich Verkaufskosten zwingend auf Marktparameter abzustellen.
- ▶ Unternehmensspezifische Parameter können dabei allenfalls als Ausgangsbasis fungieren und sind entsprechend um Markteinschätzungen zu adjustieren.
- ▶ Empirische Analysen belegen scheinbar, dass eine erhebliche Anzahl von Unternehmen dennoch ausschließlich auf unternehmensspezifische Parameter zurückgreift (ohne eine entsprechende Adjustierung an Markteinschätzungen vorzunehmen) und sich somit offensichtlich nicht standardkonform verhält.

I. Zur Einstimmung

Vor allem im Rahmen der Erstellung von Konzernabschlüssen greifen deutsche Mutterunternehmen regelmäßig entweder auf verpflichtender Rechtsgrundlage¹ oder auf rein freiwilliger Basis² auf die *International Financial Reporting Standards* (IFRS) zurück. In diesem Kontext sind regelmäßig Prüfungen auf Wertminderungen von Vermögenswerten – sog. *impairment*-Tests – nach den Regelungen des Rechnungslegungsstandards IAS 36 „Wertminderung von Vermögens-

werten“ durchzuführen. Derartige Wertminderungstests werden in Abhängigkeit spezifischer Umstände sowohl für einzelne Vermögenswerte als auch für einzelne bzw. mehrere zusammengefasste sog. zahlungsmittelgenerierende Einheiten (im Folgenden auch als „CGU“ bzw. „CGUs“ bezeichnet) – ohne und mit zugeordneten Geschäfts- oder Firmenwerten – ermittelt.

Bei der Schätzung zukünftiger Cashflows im Rahmen der Wertminderungstests i. S. von IAS 36 spielt regelmäßig der „angemessene Abzinsungssatz“ (vgl. stellvertretend IAS 36.31) eine herausragende Rolle. Bei dessen Bestimmung ist in praxi regelmäßig fraglich, inwieweit unternehmensspezifische Einflüsse oder unternehmensunabhängige Marktparameter in der Ausprägung sog. *Peer Group*-Parameter – vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur – zugrunde zu legen sind. Trotz vermeintlich eindeutigem Standardwortlaut, der durch eine zwingend vorgegebene unternehmensunabhängige Ermittlung eine weitgehende Objektivierbarkeit und

 Freiberg, Diskontierung in der internationalen Rechnungslegung, Herne 2010

* Prof. Dr. Jochen Pilhofer, Hochschule für Technik und Wirtschaft des Saarlandes in Saarbrücken. Jörg Bösser, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Eschborn/Frankfurt/M. Die Autoren geben Ihre persönliche Meinung wieder. Die Autoren bedanken sich bei Herrn Mark Wuschko, Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Eschborn/Frankfurt/M., für die wertvollen Hinweise.

1 Vgl. § 315a Abs. 1 HGB i. V. mit der EU-Verordnung 1606/2002.

2 Vgl. § 315a Abs. 3 HGB i. V. mit § 315a Abs. 1 HGB.

Vergleichbarkeit sicherstellen möchte (getreu dem Motto „Bewerten heißt Vergleichen“³), belegen vor allem empirische Beobachtungen – allen voran eine jährlich durchgeführte Unternehmensbefragung⁴ – die (scheinbar) gegenwärtig (noch) divergierende Auslegung in praxi.

Der vorliegende Beitrag widmet sich der Fragestellung, inwieweit im Rahmen von *impairment*-Tests trotz entgegenstehendem Standardwortlaut unternehmensspezifische Einflüsse bei der Ermittlung des Abzinsungssatzes (vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur) einbezogen werden können bzw. einzubeziehen sind. Dabei werden zunächst die in IAS 36 normierten theoretischen Regelungen reflektiert und darauf aufbauend empirische Ergebnisse analysiert und kritisch gewürdigt. Ein Erklärungsversuch der Divergenzen zwischen der theoretischen Betrachtungsweise mit den Ergebnissen der empirischen Analyse rundet den Beitrag ab.

- ▶ *Value in use* (VIU) als „interner Maßstab“
- ▶ *Fair value less costs to sell* (FVLCTS) als „externer Maßstab“
- ▶ *Discounted Cashflows* (DCF)

II. Reflexion ausgewählter Aspekte der Grundstruktur von *impairment*-Tests nach IAS 36 im Allgemeinen

Ein **Wertminderungsaufwand** liegt vor, wenn der sog. erzielbare Betrag für den betreffenden Vermögenswert bzw. die zu betrachtende zahlungsmittelgenerierende Einheit niedriger ist als der korrespondierende Buchwert (so explizit IAS 36.6). Der erzielbare Betrag eines Vermögenswerts oder einer zahlungsmittelgenerierenden Einheit ist der höhere der beiden Beträge aus beizulegendem Zeitwert abzüglich der Verkaufskosten und Nutzungswert (so explizit IAS 36.18 ff.). Der beizulegende Zeitwert abzüglich der Verkaufskosten („*fair value less costs to sell*“, im Folgenden auch als „FVLCTS“ bezeichnet) entspricht dem Marktwert (oder einem Marktwertsurrogat) abzüglich Verkaufskosten (vgl. IAS 36.25 ff.). Folgerichtig handelt es sich de facto um einen „externen Maßstab“. Dagegen ermittelt sich der Nutzungswert („*value in use*“, im Folgenden auch als „VIU“ bezeichnet) aus dem Barwert der geschätzten künftigen Mittelzuflüsse aus der fortgesetzten Nutzung eines Vermögenswerts oder einer zahlungsmittelgenerierenden Einheit zuzüglich des Erlöses aus dem späteren Abgang (vgl. IAS 36.30 ff.). Folgerichtig handelt es sich de facto um einen „internen Maßstab“.

Im Rahmen von Wertminderungstests sind nicht immer beide Werte – der VIU und der FVLCTS – zu ermitteln. Sofern entweder der VIU oder der FVLCTS höher als der korrespondierende Buchwert ist, kann ein Wertminderungsaufwand systemimmanent nicht in Betracht kommen. Einer Schätzung des anderen Wertmaßstabs bedarf es dann nicht (so explizit IAS 36.19).

Regelmäßig sind im Rahmen von Wertminderungstests i. S. von IAS 36 **zukünftige Cashflows zu schätzen**. Im Rahmen der Ermittlung des VIU aus der fortgesetzten Nutzung des Ver-

mögenswerts bzw. der zahlungsmittelgenerierenden Einheit(en) und aus der letztendlichen Veräußerung müssen stets Cashflows geschätzt werden. Die herrschende Meinung hält indes aber auch eine auf *Discounted-Cashflow* (DCF)-Verfahren beruhende Ermittlung eines Marktwertsurrogats bei der Ermittlung eines FVLCTS für zulässig und stützt sich dabei explizit auf IAS 36.22 sowie auf IAS 36.27 i. V. mit IAS 36.BC58⁵.

Um im Rahmen derartiger DCF-Bewertungsmodelle sowohl im Rahmen der Ermittlung eines VIU als auch eines FVLCTS den erwarteten Barwert der künftigen Cashflows widerzuspiegeln (vgl. stellvertretend IAS 36.32), ist ein „angemessener Abzinsungssatz“ (vgl. stellvertretend IAS 36.31) zu schätzen. Im Rahmen der Ermittlung des Abzinsungssatzes könnte fraglich sein, inwieweit unternehmensspezifische Einflüsse oder unternehmensunabhängige Marktparameter in der Ausprägung sog. *Peer Group*-Parameter – vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur – zugrunde zu legen sind.

III. Reflexion der Ermittlung des im Rahmen von *impairment*-Tests gem. IAS 36 anzuwendenden Abzinsungssatzes

1. Zur Ermittlung des anzuwendenden Abzinsungssatzes aus theoretischer Sicht

1.1 Vorbemerkungen

Die Frage nach der Ermittlung des „angemessenen Abzinsungssatzes“ stellt sich regelmäßig im Rahmen der Diskontierung zukünftiger Cashflows⁶. Diese sind im Falle der Ermittlung eines VIU systemimmanent stets zu schätzen (vgl. IAS 36.30 ff.); regelmäßig finden in praxi aber auch derartige DCF-Verfahren im Rahmen der Ermittlung eines Marktwertsurrogats bei der Ermittlung eines FVLCTS Anwendung (vgl. IAS 36.25 ff.). Insofern soll nachfolgend eine getrennte Würdigung zwischen diesen beiden Wertmaßstäben (VIU versus FVLCTS) erfolgen.

1.2 Nutzungswert (VIU)

Der Nutzungswert ist definiert als „der Barwert der künftigen Cashflows, der voraussichtlich aus einem Vermögenswert oder einer zahlungsmittelgenerierenden Einheit abgeleitet werden kann“ (IAS 36.6). Gem. IAS 36.55 soll der dabei anzuwendende Kapitalisierungszinssatz die gegenwärtigen Markteinschätzungen über den Zeitwert des Geldes und die spezifischen Risiken des Bewertungsobjekts widerspiegeln. Während die Cashflows bei der Ermittlung eines VIU aus der unternehmensinternen Planung abzuleiten sind (**interne** Sichtweise), ist der maßgebende Abzinsungssatz im Gegensatz dazu

³ Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1983, S. 123. Diese Forderung fußt auf dem von Moxter treffend formulierten Grundprinzip einer jeden Unternehmensbewertung.

⁴ Diese Studie wird von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG seit dem Jahr 2006 durchgeführt. Es wird auf die entsprechenden Ausführungen in Kap. III.2 verwiesen.

⁵ Vgl. stellvertretend IDW RS HFA 16, Tz. 82, sowie Hoffmann, in: Lüdenbach/Hoffmann, Haufe IFRS-Kommentar, 9. Aufl., Freiburg 2011, § 11 Rz. 19, m. w. N.

⁶ Vgl. Freiberg, Diskontierung in der Internationalen Rechnungslegung, Herne 2010, Rz. 72 ff.

marktorientiert zu ermitteln (**externe Sichtweise**)⁷. Bei der Ermittlung des Abzinsungssatzes ist somit – bei wortgetreuer Anwendung des Standards – eine weitgehende Objektivierbarkeit des Kapitalisierungszinssatzes anzustreben. Dadurch soll im Ergebnis eine Vergleichbarkeit – eine wesentliche im IASB-Rahmenkonzept manifestierte sog. „qualitative Anforderung“ an einen IFRS-Abschluss – sowohl unternehmensübergreifend als auch in zeitlicher Abfolge gewährleistet werden (vgl. F.39 ff.). Die marktorientierte Ermittlung des Abzinsungssatzes – trotz interner Sichtweise bei Ermittlung eines Nutzungswerts – leitet sich de facto aus den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung ab. „Bewerten heißt vergleichen“⁸. Nach Moxter ist ein „Bewertungsobjekt“ stets einem „Vergleichsobjekt“ gegenüberzustellen, um von dem bekannten Preis des Vergleichsobjekts auf den unbekanntem Preis (Wert) des Bewertungsobjekts zu schließen.

Ausgangspunkt für den Abzinsungssatz ist eine Rendite, die Marktteilnehmer bei einer mit dem Bewertungsobjekt hinsichtlich der Höhe und dem zeitlichen Anfall der Cashflows und des mit ihnen verbundenen Risikos vergleichbare Anlagen erzielen können (vgl. IAS 36.56). Da sich die meisten Vermögenswerte bzw. CGUs, für die ein Nutzungswert zu ermitteln ist, unterscheiden, ist die Verwendung konzerneinheitlicher Kapitalisierungszinssätze im Regelfall ausgeschlossen. Vielmehr ist für **jedes spezifische** Bewertungsobjekt der jeweils relevante Kapitalisierungszinssatz individuell zu bestimmen⁹. Ein marktbezogener Abzinsungssatz „ist die Rendite, die ein Investor für eine vergleichbare Finanzinvestition verlangen würde. Unter einer vergleichbaren Finanzinvestition ist nach IAS 36 eine Investition zu verstehen, die dem zu prüfenden Vermögenswert [bzw. der zu prüfenden CGU; d. Verf.] hinsichtlich der Höhe, der zeitlichen Abfolge und den erwarteten Risiken der künftigen Mittelzuflüsse und -abflüsse entspricht (IAS 36.56)“¹⁰.

Der Abzinsungssatz ist „unabhängig von der Kapitalstruktur des Unternehmens und von der Art und Weise, wie das Unternehmen den Kauf des Vermögenswerts finanziert, weil die künftigen erwarteten Cashflows aus dem Vermögenswert nicht von der Art und Weise abhängen, wie das Unternehmen den Kauf des Vermögenswerts finanziert hat (IAS 36.A19)“¹¹. Theoretisches Fundament dieses vom Standard explizit geforderten Grundsatzes der Finanzierungsneutralität ist – wie Kuhner/Hitz zutreffend feststellen – das Modigliani/Miller-Theorem: „Es sagt aus, dass in einem Umfeld ohne Ertragsteuern der gesamte Unternehmenswert – das bedeutet: der kumulierte Marktwert von Eigenkapital und Fremdkapital – unter bestimmten idealisierenden Annahmen an die Vollkommenheit des Kapitalmarktes unabhängig von der Kapitalstruktur ist“¹². Auch vor diesem Hintergrund fordert IAS 36.55 zudem explizit eine Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes auf einer Vor-Steuer-Basis. Wird der Kapitalisierungszinssatz anhand von Kapitalmarktdaten abgeleitet, spiegelt dieser generell jedoch eine Rendite nach Unternehmenssteuern wider¹³. Vor dem Hintergrund der expliziten Forderung einer Vor-Steuer-Betrachtung, muss der Kapitalisierungszinssatz in praxi entsprechend angepasst werden (IAS 36.A20)¹⁴.

Die **unmittelbare** Ableitung eines vermögenswertspezifischen bzw. CGU-spezifischen Kapitalisierungszinssatzes aus Marktdaten ist in praxi nicht immer möglich. Lassen sich die gewogenen Kapitalkosten (WACC) einer kapitalmarktgehandelten Unternehmenseinheit mit ähnlichem Risikoprofil bspw. aus Marktdaten nicht ableiten, fordert IAS 36.57 die Verwendung **geeigneter Surrogate** zur Schätzung des Kapitalisierungszinssatzes und verweist für weitere Regelungen auf Anhang A. Gem. IAS 36.A17 werden für diesen Fall alternativ folgende mögliche „Ausgangspunkte“ für die Schätzung eines Kapitalisierungszinssatzes angegeben:

- ▶ die (unternehmensspezifischen) durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens, die mithilfe von Verfahren wie dem *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) bestimmt werden können,
- ▶ den Zinssatz für Neukredite des Unternehmens und
- ▶ andere marktübliche Fremdkapitalzinssätze.

- ▶ „Bewerten heißt vergleichen“
- ▶ *Weight Average Capital Costs* (WACC)
- ▶ *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

In der Praxis wird der Abzinsungssatz in derartigen Fällen regelmäßig aus den (unternehmensspezifischen) gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) des zu betrachtenden Unternehmens abgeleitet, wobei ausgehend von dieser Basis zwingend entsprechende Adjustierungen an Markteinschätzungen vorzunehmen sind¹⁵. Rechtsgrundlage hierfür ist IAS 36.A18, wonach explizit gefordert wird, diese Ausgangswerte entsprechend den mit den Cashflows des Vermögenswerts bzw. der zahlungsmittelgenerierenden Einheit verbundenen Risiken anzupassen, „(a) um die Art und Weise widerzuspiegeln, auf die der Markt die spezifischen Risiken, die mit den geschätzten Cashflows verbunden sind, bewerten würde; und (b) um Risiken auszuschließen, die für die geschätzten Cashflows der Vermögenswerte nicht relevant sind, oder aufgrund derer bereits eine Anpassung der geschätzten Cashflows vorgenommen wurde“ (IAS 36.A18).

Die unternehmensspezifischen WACC können unter wortgetreuer Auslegung des Standardtextes somit als Ausgangspunkt für die Ermittlung des Abzinsungssatzes zur Ermittlung eines Nutzungswerts – bspw. im Rahmen der Beurteilung einer CGU oder mehrerer zusammengefasster CGUs – dienen. Obwohl sich die WACC aus am Markt beobachtbaren Komponenten

⁷ Vgl. Freiberg/Lüdenbach, KoR 2005 S. 479 ff.

⁸ Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1983, S. 123.

⁹ Bartels/Jonas, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, 3. Aufl., München 2009, § 27 Rz. 72.

¹⁰ Baetge et al. (Hrsg.), Rechnungslegung nach IFRS, 2. Aufl., Stuttgart 2011, IAS 36, Tz. 69.

¹¹ A. A. (dem expliziten Wortlaut des Standards widersprechend): Heuser/Theile, IFRS Handbuch, 3. Aufl., Köln 2007, Rz. 1565.

¹² Kuhner/Hitz, in: MünchKommBilR, München 2010, IAS 36, Rn. 75.

¹³ Vgl. Freiberg, Diskontierung in der Internationalen Rechnungslegung, Herne 2010, Rz. 347 ff.

¹⁴ Vgl. zu dieser Steuerthematik und den damit verbundenen Praxisproblemen im Einzelnen ausführlich IDW RS HFA 16, Tz. 111.

¹⁵ Im Ergebnis auch Baetge et al. (Hrsg.), Rechnungslegung nach IFRS, 2. Aufl., Stuttgart 2011, IAS 36 Tz. 69, m. w. N.

(Betafaktor, Kapitalstruktur) ableiten und es sich daher – im Gegensatz zu einer unternehmensspezifischen internen Einschätzung – bereits um eine Markteinschätzung handelt, müssen dennoch regelmäßig Anpassungen vorgenommen werden, um die Risiken zu reflektieren, die mit den Cashflows der jeweils betrachteten CGUs im Einzelnen verbunden sind, wobei diese Risikoeinschätzungen marktkonform vorzunehmen sind. Diese Notwendigkeit ergibt sich vor allem aus dem Umstand, nach dem der am Markt beobachtbare unternehmensspezifische Betafaktor und die unternehmensspezifische Kapitalstruktur nur für das Unternehmen insgesamt beobachtbar ist.

- ▶ Cash Generating Unit (CGU)
- ▶ Group of Cash Generating Units (CGUs)
- ▶ IDW RS HFA 16

Das gilt nicht für einzelne *Business Units* bzw. sog. CGUs bzw. „group of CGUs“ i. S. von IAS 36¹⁶. Jedoch müssen diese für die Durchführung der *impairment*-Tests – wie oben bereits festgestellt wurde – immer dann herangezogen werden, wenn das operative Risiko der zu betrachtenden CGU bzw. der zu betrachtenden CGUs vom operativen Risiko des Gesamtunternehmens signifikant abweicht¹⁷.

Bei dem VIU handelt es sich de facto um einen DCF-Wert, der die subjektive Unternehmenssicht widerspiegelt (**interner Maßstab**). Dieser subjektiven Wertkonzeption folgend wurden in der Vergangenheit in der deutschen Bewertungspraxis häufig unternehmensspezifische Abzinsungssätze zugrunde gelegt, die ohne Anpassungen aus den unternehmensspezifischen WACC abgeleitet wurden. Diese Vorgehensweise ist – stellvertretend aufgeführt – in dem von *Schmusch/Laas* im Jahre 2006 in der Fachzeitschrift „Die Wirtschaftsprüfung“ auf den Seiten 1048 bis 1060 veröffentlichten Artikel „Werthaltigkeitsprüfungen nach IAS 36 in der Interpretation von IDW RS HFA 16“ dokumentiert. Dort stellen die Autoren u. a. fest, dass „bei der Gewichtung von Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten (...) ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Nutzungswert und beizulegendem Zeitwert abzüglich Veräußerungskosten festzustellen [sei; d. Verf.]“¹⁸, wobei beim VIU „die aktuelle in Marktwerten gemessene Kapitalstruktur entweder des Gesamtunternehmens oder der CGU verwendet [werden solle; d. Verf.]“ und konstatieren in einem anschließenden praxisorientierten Fallbeispiel in diesem Kontext, dass die in diesem Beispiel abweichenden gewogenen Kapitalkosten (WACC) „lediglich auf die unterschiedlichen Annahmen zur Kapitalstruktur bei den beiden Wertkonzeptionen zurückzuführen [sind; d. Verf.]“.

Diese Praxis – de facto eine nicht auf die Marktsicht der Chancen und Risiken des zu betrachtenden Bewertungsobjekts angepasste Verwendung von Abzinsungssätzen – ist im Kontext der Ermittlung eines Nutzungswerts inzwischen als nicht mehr vertretbar anzusehen¹⁹. Zum einen widerspricht diese Vorgehensweise dem Wortlaut von IAS 36, wo explizit gefordert wird, die unternehmensspezifischen WACC nur als Ausgangspunkt für eine Ableitung des Abzinsungssatzes anzusehen und regelmäßig weitere Anpassungen zur Risikoadjustierung einerseits und zur Bereinigung der Effekte

unterschiedlicher Kapitalstrukturen andererseits vorzunehmen. Zum anderen widerspricht diese Vorgehensweise sowohl der gegenwärtigen Auffassung der großen Prüfungsgesellschaften²⁰ als auch der gegenwärtigen im Schrifttum vertretenen ganz herrschenden Auffassung²¹.

1.3 Beizulegender Zeitwert abzüglich der Verkaufskosten (FVLCTS)

Die Kapitalisierungszinssätze, die für Schätzungen beizulegender Zeitwerte abzüglich Verkaufskosten herangezogen werden, sind im Ergebnis – trotz fehlender expliziter Rechtsnormen in IAS 36 – grundsätzlich mit den Kapitalisierungszinssätzen vergleichbar, die bei der Herleitung von Nutzungswerten zugrunde gelegt werden²². Der beizulegende Zeitwert abzüglich der Verkaufskosten ist der Betrag, der anstelle der fortgesetzten Nutzung eines Vermögenswerts bzw. einer oder mehrerer CGUs aus dessen bzw. deren Veräußerung erzielt werden könnte. Soweit verfügbar, könnte der FVLCTS aus einer aktuellen Markttransaktion oder aus der Marktkapitalisierung einer CGU (unter Berücksichtigung weiterer Anpassungen) abgeleitet werden. Andernfalls (Regelfall) muss der FVLCTS hilfsweise analog zur Ermittlung eines VIU als DCF-Wert ermittelt werden (soweit dies verlässlich möglich ist).

Allerdings hat dies entsprechend der dargestellten Wertkonzeption aus objektiver Marktsicht eines potenziellen fiktiven Erwerbers zu erfolgen (zur Vorgehensweise im Einzelnen vgl. IAS 36.25 ff.). Folgerichtig wird nicht die fortgesetzte Nutzung der betreffenden CGU, sondern eine Veräußerung an einer der *Peers* – als typisierten hypothetischen Erwerber – unterstellt. Auf die Risikostruktur der zu betrachtenden CGU innerhalb der zu betrachtenden Unternehmensgruppe (Betafaktor, Kapitalstruktur) kann es insoweit nicht ankommen; vielmehr sind die entsprechenden Parameter aus der adäquaten *Peer Group* relevant, weil diese die objektivierte Marktsicht der Risikostruktur der CGU widerspiegeln.

1.4 Zwischenfazit

Analog zur Ermittlung eines Nutzungswerts ist auch im Falle der Ermittlung eines beizulegenden Zeitwerts abzüglich Verkaufskosten unter Verwendung eines DCF-Modells bei der Bestimmung des Abzinsungssatzes zwingend auf Marktparameter abzustellen. Ein ausschließliches Abstellen auf unternehmensspezifische Parameter ist dagegen unzulässig. Es wird explizit auf die Deckungsgleichheit der Auffassungen des Berufsstands der Wirtschaftsprüfer und IDW RS HFA 16

16 Vgl. *Freiberg*, *Diskontierung in der Internationalen Rechnungslegung*, Herne 2010, Rz. 341.

17 Im Ergebnis auch *Bartels/Jonas*, in: *Beck'sches IFRS-Handbuch*, 3. Aufl., München 2009, § 27 Rz. 72.

18 *Schmusch/Laas*, *WPg* 2006 S. 1057 und S. 1058.

19 Bereits vorher ablehnend *Freiberg/Lüdenbach*, *KoR* 2005 S. 479 ff.

20 Vgl. stellvertretend *KPMG* (Hrsg.), *Insights into IFRS*, 7th edition 2010/2011, S. 741; *PWC* (Hrsg.), *Manual of Accounting*, IFRS 2011, S. 18053; *Ernst & Young* (Hrsg.), *International GAAP* 2011, S. 1107 ff.; *Deloitte* (Hrsg.), *iGAAP 2011: A guide to IFRS reporting*, 4. Aufl., S. 513 f.

21 Vgl. stellvertretend *Bartels/Jonas*, in: *Beck'sches IFRS-Handbuch*, 3. Aufl., München 2009, § 27 Rz. 71 ff.; *Kühner/Hitz*, in: *Münchener Kommentar zum Bilanzrecht*, München 2010, IAS 36 Rn. 72 ff.; *Baetge et al.* (Hrsg.), *Rechnungslegung nach IFRS*, 2. Aufl., Stuttgart 2011, IAS 36 Tz. 68 ff.; *Hoffmann*, in: *Lüdenbach/Hoffmann, Haufe IFRS-Kommentar*, 9. Aufl., Freiburg 2011, § 11 Rz. 24 ff.; *ADS International*, Stuttgart 2007, Abschn. 8, Tz. 231; IDW RS HFA 16, Rz. 110.

22 Im Ergebnis auch *Bartels/Jonas*, in: *Beck'sches IFRS-Handbuch*, 3. Aufl., München 2009, § 27 Rz. 71.

hingewiesen; somit ist die Anwendung der deutschen Prüfungsgrundsätze für alle Wirtschaftsprüfungsgesellschaften verbindlich. „Bei Anwendung des in der Praxis üblichen WACC-Konzepts ist als Ausgangspunkt für die Ermittlung vermögenswertspezifischer Kapitalkosten auf die Gruppe vergleichbarer Unternehmen (*Peer Group*) abzustellen, die in der Branche des erworbenen Unternehmens tätig sind. Die Kapitalstruktur ist auf Basis dieser Gruppe vergleichbarer Unternehmen festzustellen. Das Gleiche gilt für den Beta-Faktor, sofern nicht ein für das Bewertungsobjekt spezifischer Faktor verfügbar ist.“ (IDW RS HFA 16, Tz. 35)²³.

2. Zur Ermittlung des anzuwendenden Abzinsungssatzes aus empirischer Sicht

Eine jährlich durchgeführte Unternehmensbefragung²⁴ bietet u. a. einen fokussierten empirischen Überblick über die gegenwärtige Bewertungspraxis betreffend die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes. Insgesamt wurden in der jüngsten Anfang 2011 veröffentlichten Studie 740 Unternehmen betreffend ihrer Abschlüsse des Geschäftsjahres 2010 europaweit angeschrieben, wobei die Rücklaufquote insgesamt 20,5 % betrug und als Grundgesamtheit sich somit 152 Unternehmen unterschiedlicher Branchen qualifizieren²⁵. Obwohl auch KPMG vor dem Hintergrund einer wortgerechten Auslegung des Standardtextes empfiehlt, „regelmäßig – unabhängig vom gewählten Bewertungskonzept –, den Betafaktor aus einer *Peer Group* zu ermitteln“, da sich somit „durch eine Auswahl geeigneter *Peer Group*-Unternehmen (...) die Möglichkeit [bietet; d. Verf.], das Risikoprofil der zu beurteilenden CGU explizit zu berücksichtigen“²⁶, belegt die empirische Analyse die (scheinbar) gegenwärtig (noch) divergierende Auslegung in praxi.

Bei der Berechnung des Nutzungswerts (VIU) besteht – basierend auf den Ergebnissen dieser empirischen Studie – gegenwärtig die meiste Uneinheitlichkeit in der Vorgehensweise im hier gegenständlichen Aspekt der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes. Aus einer vergleichenden Analyse der durchgeführten Unternehmensbefragungen der letzten drei Geschäftsjahre 2008 bis 2010 lassen sich die folgenden Trends ableiten:

- ▶ Die Betafaktoren wurden 2010, 2009 und 2008 jeweils von 67 %, 63 % und 56 % der Unternehmen aus der *Peer Group* bzw. Branche abgeleitet; und
- ▶ die Kapitalstruktur wurde 2010, 2009 und 2008 jeweils von 28 %, 22 % und 14 % der Unternehmen aus der *Peer Group* abgeleitet.

Auf den ersten Blick scheint die Analyse den Nachweis eines Rückgriffs einer erheblichen Anzahl von Unternehmen auf unternehmensspezifische Parameter zu erbringen. Somit verhalten sich diese Unternehmen (scheinbar) nicht standardkonform. Dagegen ist ein von Jahr zu Jahr signifikanter Anstieg des Anteils der Unternehmen, die auf *Peer Group*-Parameter zurückgreifen, aus der Trendanalyse zumindest unmittelbar ersichtlich. Ein Rückgriff auf unternehmensspezifische Parameter ist indes nicht zwangsläufig als nicht standardkonform zu beurteilen und bedarf einer sorgfältigen tiefergehenden Analyse. Eine derartige Vorgehensweise ist

zumindest dann als unkritisch einzustufen, wenn die Divergenz zwischen unternehmensspezifischen Parametern – vor allem Beta-Faktor und Kapitalstruktur – und korrespondierenden *Peer Group*-Parametern unwesentlich ist oder sich diese Divergenzen in einer vertretbaren Bandbreite bewegen.

Bei der Berechnung des beizulegenden Zeitwerts abzüglich Verkaufskosten, bei dem sich zumindest implizit eine Orientierung an der *Peer Group* allein schon aus der geforderten externen Betrachtungsweise heraus ergibt (vgl. IAS 36.56) und in der deutschen Bilanzierungspraxis zwingend in der IDW Verlautbarung IDW RS HFA 16 gefordert wird, sind die entsprechenden Anteile deutlich höher und liegen gem. den hier analysierten Studien bei den deutschen Unternehmen mittlerweile zwischen 80 % und 90 %.

IV. Abschließende Reflexion

Die Beantwortung der im Rahmen dieses Beitrags zu analysierenden Fragestellung des Einflusses unternehmensspezifischer Parameter bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Durchführung von *impairment*-Tests gem. IAS 36 ist aus theoretischer Sicht vor dem Hintergrund des eindeutigen Standardwortlauts und der mittlerweile gefestigten Kommentarmeinungen im Schrifttum unstrittig. Sowohl für Zwecke der Berechnung des Nutzungswerts (VIU) als auch für Zwecke der Berechnung des beizulegenden Zeitwerts abzüglich Verkaufskosten (FVLCTS) ist bei Verwendung eines DCF-Verfahrens zur Ermittlung des angemessenen Abzinsungssatzes

- ▶ die Risikoprämie an der Marktsicht (*Peer Group*) auszurichten;
- ▶ sollte die unternehmensspezifische Kapitalstruktur bewertungsneutral sein (Grundsatz der Finanzierungsneutralität).

Im Rahmen der Schätzung eines angemessenen Kapitalisierungszinssatzes muss somit zwingend auf *Peer Group*-Para-

- ▶ *Peer Group*
- ▶ Risikoprämie ist an Marktsicht (*Peer Group*) auszurichten
- ▶ Grundsatz der Finanzierungsneutralität

23 Der Verweis auf den „für das Bewertungsobjekt spezifischen Faktor“ am Ende des Zitats bezieht sich hierbei nicht etwa auf den unternehmensspezifischen Betafaktor, sondern weiterhin auf den Betafaktor aus der *Peer Group*, der allerdings CGU-spezifisch, z. B. aus einer differenzierten Definition der *Peer Group* für unterschiedliche CGUs, gegebenenfalls ermittelt werden kann.

24 Diese Unternehmensbefragung wird von der KPMG seit dem Jahr 2006 durchgeführt. Im Rahmen dieser Stellungnahme wurden stellvertretend die Ergebnisse der letzten drei Jahre analysiert; vgl. KPMG (Hrsg.), „Kapitalkosten- und Impairment Test-Studie 2010. Zukunftserwartungen managen. Empirische Befragung von europäischen Unternehmen“, 2011; KPMG (Hrsg.), „Kapitalkosten- und Impairment Test-Studie 2009. Empirische Befragung von Unternehmen aus Deutschland, den Niederlanden, Österreich, der Schweiz und Spanien“, 2010; KPMG (Hrsg.), „Kapitalkosten- und Impairment Test-Studie 2008. Empirische Befragung von Unternehmen aus Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden Österreich und der Schweiz“, 2009.

25 Vgl. KPMG (Hrsg.), „Kapitalkosten- und Impairment Test-Studie 2010. Zukunftserwartungen managen. Empirische Befragung von europäischen Unternehmen“, 2011, S. 8.

26 KPMG (Hrsg.), „Kapitalkosten- und Impairment Test-Studie 2010. Zukunftserwartungen managen. Empirische Befragung von europäischen Unternehmen“, 2011, S. 38.

meter (vor allem bezogen auf Beta-Faktor und Kapitalstruktur) abgestellt werden. Unternehmensspezifische Parameter können dabei allenfalls als Ausgangsbasis fungieren und sind entsprechend um Markteinschätzungen zu adjustieren.

Aus empirischen Analysen der Bewertungspraxis lässt sich auf den ersten Blick scheinbar nachweisen, dass eine erhebliche Anzahl von Unternehmen dennoch (ausschließlich) auf unternehmensspezifische Parameter zurückgreift (ohne eine entsprechende Adjustierung an Markteinschätzungen vorzunehmen) und sich somit offensichtlich nicht standardkonform verhält. Ein Rückgriff auf unternehmensspezifische Parameter ist indes nicht zwangsläufig als nicht standardkonform zu beurteilen und bedarf einer sorgfältigen tiefergehenden Analyse.

Eine derartige Vorgehensweise ist zumindest dann als unkritisch einzustufen, wenn die Divergenzen zwischen unternehmensspezifischen Parametern – vor allem Beta-Faktor und Kapitalstruktur – und korrespondierender *Peer Group*-Parameter unwesentlich sind oder sich diese Divergenzen in einer vertretbaren Bandbreite bewegen. So sind vor allem bei marktbeherrschenden Unternehmen grundsätzlich geringere Abweichungen zwischen unternehmensspezifischen und *Peer Group*-Parametern zu erwarten. Divergenzen zwischen unternehmensspezifischen und *Peer Group*-Parametern sind mit Sorgfalt zu analysieren. Liegen bspw. keine offensichtlichen Gründe hierfür vor (so kann z. B. ein wesentlicher fremdfinanzierter Unternehmenserwerb zu einer gegenüber der Marktsicht temporär verzerrten Darstellung der Kapitalstruktur führen), liegt möglicherweise bei einer derartigen Diskrepanz ein Indiz für eine fehlerhafte Ableitung der *Peer Group* oder des Betafaktors vor. Dann ist eine kritische Reflexion und ggf. eine Anpassung geboten. Außerdem lassen sich unternehmensspezifische Parameter regelmäßig nur auf Gesamtkonzernebene ermitteln. Bei Anwendung eines CGU-spezifischen Abzinsungssatzes (abgeleitet aus einer entsprechenden *Peer Group*) – wie in praxi regelmäßig vorzufinden – ist ein Vergleich mit dem unternehmensspezifischen WACC vor dem Hintergrund der Verletzung des Äquivalenzprinzips ohnehin regelmäßig wenig aussagekräftig.

V. Zusammenfassung

1. Im Rahmen der Bestimmung des Abzinsungssatzes bei der Schätzung zukünftiger Cashflows im Rahmen von Wert-

minderungstests i. S. von IAS 36 ist sowohl bei der Ermittlung eines Nutzungswerts als auch im Falle der Ermittlung eines beizulegenden Zeitwerts abzüglich Verkaufskosten zwingend auf Marktparameter abzustellen.

2. Unternehmensspezifische Parameter können dabei allenfalls als Ausgangsbasis fungieren und sind entsprechend um Markteinschätzungen zu adjustieren.
3. Empirische Analysen belegen scheinbar, dass eine erhebliche Anzahl von Unternehmen dennoch ausschließlich auf unternehmensspezifische Parameter zurückgreift (ohne eine entsprechende Adjustierung an Markteinschätzungen vorzunehmen) und sich somit offensichtlich nicht standardkonform verhält.
4. Ein Rückgriff auf unternehmensspezifische Parameter ist indes nicht zwangsläufig als nicht standardkonform zu beurteilen und bedarf einer sorgfältigen tiefergehenden Analyse.

Hinweis ► Für PiR-Leser besteht die Möglichkeit, an dem am 29.10.2011 um 9.30 Uhr stattfindenden Webseminar auf der Internetplattform accounting-webcasts.com zum Thema *impairment*-Testing kostenfrei teilzunehmen. Hier wird u. a. das in dem Artikel angesprochene Thema vertieft und ergänzt. Bei Interesse senden Sie bitte an mail@accounting-webcasts.com eine kurze E-Mail und berufen sich unter Nennung Ihrer PiR-Abonummer auf diesen Artikel. Sie erhalten dann umgehend kostenfrei und unverbindlich die entsprechenden Zugangsdaten.

AUTOREN



Prof. Dr. Jochen Pilhofer

ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Certified Public Accountant und als Professor an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Hochschule für Technik und Wirtschaft des Saarlandes in Saarbrücken tätig (Professur für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und betriebliches Rechnungswesen).



Jörg Bösler

ist Wirtschaftsprüfer und Certified Public Accountant. Er ist Partner der Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Eschborn/Frankfurt/M. und leitet dort das IFRS Solutions Center Germany – Switzerland – Austria.