

# Der Terminal Value nach der Neufassung des Standards KFS BW1

Für die Rentenphase sieht die Neufassung des Fachgutachtens KFS BW1 die Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens sowie die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung vor. Der vorliegende Beitrag analysiert diese neuen Vorgaben für die Ableitung der Cashflows in der Rentenphase und die Ermittlung des Terminal Value.

## 1. Einleitung

Die Überarbeitung des Fachgutachtens zur Unternehmensbewertung KFS BW1 war von der Zielsetzung getragen, bei der Anwendung von Diskontierungsverfahren (Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren) realitätsgerechtere Bewertungsergebnisse sicherzustellen und Überbewertungen hintanzuhalten. Das Problem einer Überschätzung von Unternehmenswerten hängt häufig unmittelbar mit dem Wertbeitrag des Terminal Value zusammen, der dem Barwert jener finanziellen Überschüsse entspricht, die für den Zeitraum nach dem Planungshorizont, dh für den Zeitraum nach der Detail- und Grobplanungsphase, erwartet werden.<sup>1)</sup>

Auf das hohe wertmäßige Gewicht des Terminal Value wurde bereits vielfach hingewiesen.<sup>2)</sup> Koller/Goedhart/Wessels haben bei einem Detailplanungszeitraum von acht Jahren für vier unterschiedliche Branchen einen prozentualen Anteil des Terminal Value am gesamten Unternehmenswert von 56 % (Tabakindustrie – reife Unternehmen in gesättigten Märkten) bis 125 % (High-tech-Unternehmen – Anfangsinvestitionen und hohe Wachstumsaussichten) ermittelt.<sup>3)</sup> Erst jüngst haben Hachmeister/Ruthardt/Mager eine empirische Analyse von 70 Bewertungsgutachten veröffentlicht, die in Deutschland zwischen dem 1. 1. 2009 und dem 31. 8. 2013 erstattet wurden.<sup>4)</sup> In dieser Studie wurde ein Mittelwert (Median) der Wertanteile des Barwerts des nachhaltigen Ergebnisses (Terminal Value) am

Unternehmenswert von 79,7 % (84,6 %) erhoben.<sup>5)</sup>

Um eine Überschätzung von Unternehmenswerten hintanzuhalten, ist es daher von entscheidender Bedeutung, den Terminal Value fundiert und realitätsgerecht zu ermitteln. Das Fachgutachten KFS BW1 aus 2006 enthielt dafür allerdings kaum konkrete Vorgaben oder Hilfestellungen, sondern beschränkte sich zunächst in Tz 56 auf die Hinweise, dass für die Zeit nach dem Planungshorizont lediglich globale bzw pauschale Annahmen getroffen werden können und idR eine Unternehmensentwicklung mit gleichbleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt werde, die den Periodenerfolgen entsprechen. Implizit wurde dabei vorausgesetzt, dass sich das Unternehmen ab dem Planungshorizont in einem Gleichgewichts- oder Beharrungszustand (Steady State) befindet,<sup>6)</sup> der sich in einer kontinuierlichen Unternehmensentwicklung widerspiegelt. Wegen des oft starken Gewichts der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase wurde eine kritische Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen gefordert. Zum Finanzierungs- und Ausschüttungsverhalten in der Rentenphase wurden parallel dazu Festlegungen in Tz 37 getroffen: Demnach war grundsätzlich in typisierender Betrachtung anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu jenem der Alternativenanlage (Aktienportfolio) ist. Weiters konnte für die Wiederanlage thesaurierter Beträge typisierend eine Veranlagung zum Kapitalisierungszinssatz vor Unternehmenssteuern angenommen werden (sog kapitalwertneutrale Veranlagung).<sup>7)</sup>

Das Fachgutachten KFS BW1 aus 2006 enthielt keine ausdrücklichen Aussagen zum Erfordernis einer Thesaurierung von Periodenerfolgen als Konsequenz einer Wachstumsannahme in der Rentenphase. In Tz 77 wurde für die Ermittlung des Terminal Value lapidar festgehalten, dass ein anzunehmendes nachhaltiges Wachstum nach dem Planungshorizont durch einen entsprechenden „Wachstumsabschlag“ vom Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen sei. In der Bewertungspraxis blieben damit die mit der Wachstumsannahme verbundenen Thesaurierungserfordernisse häufig unberücksichtigt. Gleichzeitig wurde die Höhe der für die Rentenphase angesetzten Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse vielfach als entscheidender Werttreiber verstanden. Die Missachtung von Thesaurierungserfordernissen in der Rentenphase führte zur Ermittlung des Terminal Value auf Basis der sog „aggressive-growth formula“,<sup>8)</sup> was die Gefahr einer Überschätzung des Unternehmenswerts mit sich brachte.

Vor diesem Hintergrund widmet sich der vorliegende Beitrag den neuen Vorgaben des Standards KFS BW1 aus 2014 zur Ableitung der Cashflows in der Rentenphase und zur Ermittlung des Terminal Value.

## 2. Neue Vorgaben für die Ermittlung des Terminal Value

Der Standard KFS BW1 aus 2014 bringt für die Ermittlung des Terminal Value vor allem folgende wesentliche Neuerungen:

- **Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus:** In Rz 64 fordert der neue Standard explizit eine Auseinandersetzung des Wirtschaftstreuhänders (WT) mit den der Planung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase zugrunde liegenden Annah-

1) In der Literatur wird der Terminal Value auch als „Continuing Value“, „Restwert“, „Endwert“ oder „Fortführungswert“ bezeichnet.  
2) Vgl Meitner in Peemöller (Hrsg), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung<sup>5</sup> (2012) 579, sowie die Übersicht bei Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung (2005) 57 ff.  
3) Koller/Goedhart/Wessels, Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies<sup>5</sup> (2010) 212.  
4) Hachmeister/Ruthardt/Mager, DB 2014, 1209 ff.

5) Hachmeister/Ruthardt/Mager, aaO 1214.  
6) Das Vorliegen dieser Voraussetzung wird im deutschen Standard IDW S1 Rz 78 ausdrücklich gefordert.  
7) KFS BW1 (2006) Tz 37.

8) Siehe dazu Koller/Goedhart/Wessels, aaO 225 f, sowie unten Abschn 4.

men zur langfristigen Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens. Dabei sind Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau, wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (sog Konvergenzprozesse) zu berücksichtigen.

- **Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung:** In Rz 64 wird nunmehr ausdrücklich die Konsistenz der für die Rentenphase getroffenen Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung gefordert. Bei Anwendung des neuen Standards muss die Ermittlung des Terminal Value daher auf der Grundlage eines Bewertungsmodells erfolgen, das bei unterstelltem Wachstum insb auch die damit verbundenen Thesaurierungserfordernisse konsistent abbildet.

Mittelbar wirkt sich auf die Bestimmung des Terminal Value aus, dass nach Rz 61 nunmehr im Rahmen eines sog 3-Phasen-Modells die Detailplanungsphase (Phase I) um eine *Grobplanungsphase* (Phase II) zu ergänzen ist, wenn ein Gleichgewichts- und Beharrungszustand (Steady State) zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht erreicht wurde. Nach dem Fachgutachten kann dies bspw bei noch nicht abgeschlossenen Investitionszyklen, längerfristigen Produktlebenszyklen, überdurchschnittlichen Wachstumsraten, Steuereffekten (wie etwa noch bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen) und anderen Sondereffekten der Fall sein. Die Grobplanungsphase, deren Länge individuell festgelegt werden kann, bietet die Möglichkeit, die Entwicklung einzelner wesentlicher Werttreiber über einen längeren Zeitraum periodenspezifisch zu modellieren, während die übrigen Bewertungsparameter pauschal fortgeschrieben werden. Im Hinblick auf die nach Rz 64 erforderliche Abschätzung des nachhaltigen Rentabilitätsniveaus in der Rentenphase (Phase III) kann im Rahmen der Grobplanungsphase etwa auch die erwartete Entwicklung des Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens unter Berücksichtigung von Konvergenzprozessen bzw eines allfälligen Abbaus von Überrenditen transparent dargestellt werden.<sup>9)</sup>

Die Einführung einer Grobplanungsphase soll somit sicherstellen, dass bei Eintritt in die Rentenphase die Annahme eines Steady State tatsächlich plausibel erscheint. Die konsequente Umsetzung des 3-Phasen-Modells lässt darüber hinaus erwarten, dass zum einen der durchschnittliche Wertanteil des Terminal Value am Unternehmenswert erheblich sinkt und zum anderen die Wertermittlung aufgrund der Nachvollziehbarkeit der Entwicklung unternehmensspezifischer Werttreiber während der Grobplanungsphase transparenter wird.

Im Folgenden werden die neuen Vorgaben für die Ermittlung des Terminal Value näher erläutert.

### 3. Langfristiges Rentabilitätsniveau

#### a) Messung des Rentabilitätsniveaus

Bei der Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens erhebt sich zunächst die Frage, wie dieses Rentabilitätsniveau zu messen ist. IdR werden dafür *Kapitalrenditen* wie insb der ROIC (Return on Invested Capital) oder der ROE (Return on Equity) herangezogen. Der ROIC ist als Gesamtkapitalrentabilität zu verstehen und bietet sich bei Anwendung eines Bruttoverfahrens (Entity Approach) zur Quantifizierung des Rentabilitätsniveaus an. Der ROIC für die Periode t wird dabei als Quotient aus dem NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) der Periode t und dem Invested Capital (IC) zu Periodenbeginn bestimmt:<sup>10)</sup>

$$(3.1) \quad ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{IC_{t-1}}$$

Der ROE entspricht der Eigenkapitalrentabilität und errechnet sich für die Periode t als Quotient aus dem Jahresüberschuss (JÜ) der Periode t und dem Eigenkapital (EK) zu Periodenbeginn.

$$(3.2) \quad ROE_t = \frac{JÜ_t}{EK_{t-1}}$$

Der Einsatz von Kapitalrenditen setzt grundsätzlich voraus, dass die Periodenerfolge des Unternehmens zu einem

wesentlichen Teil von der Höhe des investierten Kapitals abhängen. Dies wird zB bei Produktionsunternehmen regelmäßig der Fall sein. Trifft diese Annahme hingegen nicht zu, wie etwa bei Dienstleistungsunternehmen und zum Teil Handelsunternehmen, muss auf *Umsatzrenditen* abgestellt werden. Als geeignete Rentabilitätskennzahlen kommen dann vor allem die EBIT-Marge (Entity Approach) oder die EBT-Marge (Equity Approach) in Betracht.

#### b) Analyse der Rentabilität bis zum Planungshorizont

Die Bildung eines Urteils über das zu erwartende langfristige Rentabilitätsniveau des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase erfordert zunächst die Analyse der erwarteten Entwicklung des Rentabilitätsniveaus bis zum Planungshorizont und der dafür maßgeblichen Einflussgrößen. Hier baut man idealerweise auf den Ergebnissen der Vergangenheitsanalyse, dem Verständnis des Geschäftsmodells, der Markt- und Wettbewerbsanalyse und der strategischen Analyse auf. Soweit möglich, sollten die in der Vergangenheit erzielten und für die Detail- und Grobplanungsphase erwarteten Renditen mit jenen wesentlicher Mitbewerber bzw der Branche verglichen und Ursachen für Abweichungen eruiert werden.

Vor allem bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) ist darauf zu achten, inwieweit die Renditen des zu bewertenden Unternehmens auf personenbezogene Erfolgsfaktoren zurückzuführen sind, die im Rahmen der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts insoweit außer Acht zu lassen sind, als sie in Zukunft nicht realisiert werden können.<sup>11)</sup> Die Eliminierung derartiger Erfolgsbeiträge dient dem Zweck, im Rahmen der Bewertung auf die dem Unternehmen innewohnende und übertragbare Ertragskraft abzustellen.<sup>12)</sup> Nur partiell oder temporär übertragbare Erfolgsfaktoren spiegeln sich bei KMU häufig im Vorhandensein bestimmter immaterieller Faktoren, die durch die prägende Tätigkeit eines oder mehrerer Eigentümer bedingt sind. Dies ist etwa der Fall, wenn der Eigentümer als (Haupt-)Leistungserbringer fungiert, dessen Leistung für die Kundenzufriedenheit entscheidend ist, oder wenn er

9) Nach Knoll, Ewige Rente und Wachstum – the Final Cut? (in Druck), setzt das Vorliegen eines Steady State voraus, dass danach konstante Renditen erzielt werden.

10) Vgl zB Koller/Goedhart/Wessels, aaO 38. Das Invested Capital ist als Summe aus Anlagevermögen und Working Capital bzw der Summe aus Eigenkapital und verzinslichem Fremdkapital zu ermitteln.

11) KFS BW1 (2014) Rz 82.

12) IDW S1 (2008) Tz 38.

Träger bestimmten Wissens ist, aufgrund dessen neue Produkte und Verfahren entwickelt werden.<sup>13)</sup>

### c) Überrenditen und Konvergenzprozesse

Von entscheidender Bedeutung für die Höhe des Unternehmenswerts ist die Frage, inwieweit und über welchen Zeitraum das zu bewertende Unternehmen in der Lage sein wird, Überrenditen zu erwirtschaften. Von Überrenditen wird in diesem Zusammenhang gesprochen, wenn die vom Unternehmen in einer Periode erwirtschaftete Kapitalrendite die (vergleichbaren) Kapitalkosten übersteigt. Bezeichnet WACC<sub>t</sub> die gewogenen Kapitalkosten in der Periode t und r(EK)<sub>t</sub> die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber in der Periode t, gilt bei Vorliegen von Überrenditen im Entity Approach ROIC<sub>t</sub> > WACC<sub>t</sub> bzw im Equity Approach ROE<sub>t</sub> > r(EK)<sub>t</sub>.

Die wesentliche Grundlage dafür, dass ein Unternehmen wirtschaftlich erfolgreich ist und eine hohe Rentabilität erwirtschaften kann, sind Wettbewerbsvorteile. Darunter werden Positionsvorteile eines Unternehmens im Vergleich zu seinen Konkurrenten, wie etwa eine vorteilhafte Kostenstruktur oder Produktvorteile, verstanden. Von einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil wird gesprochen, wenn Konkurrenzunternehmen auch über einen längeren Zeitraum nicht in der Lage sind, den Positionsvorteil des betreffenden Unternehmens nachzuahmen, sodass der Vorteil langfristig bestehen bleibt. Häufig sorgen allerdings Wettbewerbskräfte dafür, dass Überrenditen im Laufe der Zeit kleiner werden oder sich überhaupt verflüchtigen.<sup>14)</sup> Von Konvergenzprozessen wird vor diesem Hintergrund gesprochen, wenn Überrenditen im Zeitablauf abgebaut werden, sodass die Rendite auf das investierte Kapital gegen die Kapitalkosten konvergiert.

Nach dem neoklassischen Marktmodell sind unter idealistischen Bedingungen, wie atomistischer Angebots- bzw Nachfragestruktur, homogenen Gütern, fehlenden Transaktionskosten und voller

Mobilität der Produktionsfaktoren, vollständiger Transparenz und rationalem Entscheidungsverhalten, nachhaltige Wettbewerbsvorteile einzelner Unternehmen nicht möglich, sodass kein Unternehmen im Vergleich zu seinen Konkurrenten dauerhaft Überrenditen erwirtschaften kann. Im Rahmen des neoklassischen Modells stellen Überrenditen eine Marktunvollkommenheit dar, die durch den Markt und den Wettbewerb umgehend korrigiert wird.<sup>15)</sup> Da die restriktiven Annahmen des neoklassischen Modells in der Realität kaum uneingeschränkt gültig sind, lassen sich Konvergenzprozesse empirisch zwar grundsätzlich nachweisen; es zeigt sich aber auch, dass Überrenditen häufig nur langsam nachlassen und Unternehmen aufgrund nachhaltiger Wettbewerbsvorteile auch langfristig Überrenditen erwirtschaften.<sup>16)</sup> Erklärungen für die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse liefern sowohl der industrieökonomische Ansatz (Branchenorientierung) als auch der ressourcenbasierte Ansatz (Firmenorientierung).<sup>17)</sup>

### d) Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau

Die nach KFS BW1 Rz 64 zu untersuchenden Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau und die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse können hinsichtlich branchenspezifischer Faktoren aus dem industrieökonomischen Ansatz und hinsichtlich unternehmensspezifischer Faktoren aus dem ressourcenbasierten Ansatz abgeleitet werden.

Im Rahmen des industrieökonomischen Ansatzes kommt etwa nach Porter der Branche eine entscheidende Rolle zu, weil manche Branchen durch strukturelle Einschränkungen der Wettbewerbskräfte (Markteintrittsbarrieren) gekennzeichnet sind und in der Folge Vorteile für Unternehmen dieser Branche versprechen. Zur systematischen Beurteilung der strategischen Ausgangsposition des Unternehmens schlägt Porter die Analyse von fünf Wettbewerbskräften („Porter’s Five Forces“) im Rahmen einer Branchenstrukturanalyse vor: Bedrohung durch neue Konkurrenten, Wettbewerbsintensität der Branche, Bedrohung durch Substitutionsprodukte, Verhandlungsmacht

der Abnehmer, Verhandlungsmacht der Lieferanten.<sup>18)</sup> Empirische Studien deuten darauf hin, dass ein hoher Konzentrationsgrad, hohe Marketingintensität und hohes Wachstum einer Branche positiv auf das langfristige Rentabilitätsniveau wirken. Neben diesen Faktoren wirken sich ein hoher Spezialisierungsgrad, eine hohe Bedeutung von Skaleneffekten und ein hoher Anteil von Privatkunden in einer Branche tendenziell positiv auf die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse aus.<sup>19)</sup>

Empirische Studien belegen, dass den unternehmensspezifischen Faktoren ein verhältnismäßig bedeutsamerer Einfluss auf die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse zukommt.<sup>20)</sup> Als unternehmensspezifische Faktoren, die einen positiven Einfluss auf das langfristige Rentabilitätsniveau bzw die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse entfalten, werden zB immaterielle Ressourcen (Marken, Technologie-Kompetenz etc), Wachstum, Unternehmensgröße, Grad der vertikalen Integration, Fokussierung (hohe Konzentration des Gesamtumsatzes in wenigen Marktsegmenten) und Marktanteil genannt.<sup>21)</sup> Einem hohen Exportanteil soll zwar ein positiver Einfluss auf das langfristige Rentabilitätsniveau zukommen, er soll jedoch negativ auf die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse wirken. Eine hohe Marketingintensität soll hingegen negativ auf das langfristige Rentabilitätsniveau und positiv auf die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse wirken.<sup>22)</sup>

Koller/Goedhart/Wessels kommen auf Basis einer empirischen Untersuchung zum Ergebnis, dass Unternehmen mit hohem (niedrigen) Renditen mit hoher Wahrscheinlichkeit auch nach einem längeren Zeitraum noch hohe (niedrige) Renditen aufweisen.<sup>23)</sup> Rund 67 % jener Unternehmen, für die im Jahr 1995 ein ROIC von mehr als 20 % erhoben wurde, konnten im Jahr 2005 ebenfalls noch einen ROIC von mehr als 20 % erzielen. Umgekehrt wiesen rund 57 % jener Unternehmen, die im Jahr 1995 einen ROIC von weniger als 10 % erwirtschafteten, auch im Jahr 2005 noch

13) Siehe dazu näher die Hinweise der Bundessteuerberaterkammer zu den Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen vom 13. 3. 2014 (IDW Praxishinweis 1/2014), WPg 2014, 463 ff.

14) Vgl Kreyer, Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung (2009) 65 f; Weiler, Verbesserung der Prognosegüte bei der Unternehmensbewertung (2005) 68 ff.

15) Siehe dazu ausführlich Kreyer, aaO 66 ff.

16) Zu empirischen Studien siehe den Überblick bei Weiler, aaO 85 ff, sowie Kreyer, aaO 113 ff.

17) Siehe dazu näher Weiler, aaO 71 ff.

18) Porter, Wettbewerbsstrategie: Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten<sup>3</sup> (1984) 26 ff.

19) Siehe dazu näher Kreyer, aaO 126 ff, der allerdings auf die zT eingeschränkte Aussagekraft der Studien hinweist.

20) Vgl Weiler, aaO 141 ff.

21) Vgl Weiler, aaO 160 ff; Kreyer, aaO 126.

22) Vgl Kreyer, aaO 126.

23) Koller/Goedhart/Wessels, aaO 76 f.

einen ROIC von weniger als 10 % auf. Dies unterstreicht die Bedeutung unternehmensspezifischer Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau.

### e) Konvergenzannahme

Nach KFS BW1 Rz 64 kann bei der Beurteilung des langfristigen Rentabilitätsniveaus des zu bewertenden Unternehmens in der Rentenphase im Rahmen der sog „Konvergenzannahme“ unterstellt werden, dass die Rendite (nach Unternehmenssteuern) aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht. Unter der Annahme reiner Eigenfinanzierung wird deutlich, dass die Rendite aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge der Rendite auf die jeweiligen Nettoinvestitionen entspricht. Da der Kapitalwert von Investitionen, die eine Rendite (nach KöSt) genau in Höhe der Kapitalkosten erbringen, gleich Null ist, führt die Annahme, dass die Rendite (nach KöSt) auf die Nettoinvestitionen des zu bewertenden Unternehmens genau den Kapitalkosten entspricht, dazu, dass diese Nettoinvestitionen zu keiner Erhöhung der Unternehmenswerte führen bzw den Unternehmenswert unverändert lassen.

Inhaltlich entspricht diese Annahme der bereits im Fachgutachten KFS BW1 aus 2006 in Rz 37 enthaltenen Typisierung der „kapitalwertneutralen Veranlagung“. Die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung thesaurierter Beträge findet sich auch in Rz 37 des deutschen Standards IDW S1. Anders als nach der Neufassung des Fachgutachtens KFS BW1 ist nach IDW S1 ein Abgehen von dieser typisierenden Annahme im Rahmen der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte nicht vorgesehen.

Ist zu erwarten, dass das zu bewertende Unternehmen nach Eintritt in die Rentenphase auf seine Nettoinvestitionen nur mehr die Kapitalkosten verdient, sind zum Planungshorizont drei unterschiedliche Konstellationen denkbar:

Erwirtschaftet das Unternehmen bei Eintritt in die Rentenphase noch Überrenditen, wird im Rahmen der Konvergenzannahme unterstellt, dass das zum Planungshorizont investierte Kapital weiterhin nachhaltig Überrenditen abwirft, während das neu investierte Kapital bzw die Nettoinvestitionen nur mehr Renditen in Höhe der Kapitalkosten erbringen. Dies führt dazu, dass der gesamte ROIC im Zeitablauf wäh-

rend der Rentenphase abnimmt und sich den gewogenen Kapitalkosten (WACC) annähert. Dabei sinkt der ROIC umso schneller, je höher die Nettoinvestitionen sind, dh je höher das für die Rentenphase unterstellte Wachstum ist. Wie noch zu zeigen sein wird, haben die Annahmen zur Höhe der Wachstumsrate in diesem Konvergenzfall aber keinen Einfluss auf die absolute Höhe des Terminal Value.<sup>24)</sup> Im Einzelfall wird aber zu beurteilen sein, ob die Annahme, dass das bis zum Planungshorizont investierte Kapital weiterhin Überrenditen erbringt, während die Nettoinvestitionen in der Rentenphase keinen positiven Wertbeitrag mehr liefern, sinnvoll und plausibel ist. Letztendlich handelt es sich dabei um eine vereinfachende Annahme, die zum Ausdruck bringt, dass die zum Planungshorizont noch bestehenden Überrenditen nicht nachhaltig sind, sondern im Laufe der Rentenphase abschmelzen werden.

Werden hingegen bereits zum Planungshorizont keine Überrenditen mehr erzielt, etwa weil deren Abschmelzen schon im Laufe der Grobplanungsphase unterstellt wurde, und entspricht der ROIC zum Planungshorizont den gewogenen Kapitalkosten (WACC), führt die Konvergenzannahme nach KFS BW1 Rz 64 dazu, dass der ROIC auf das gesamte investierte Kapital ab dem Planungshorizont konstant genau dem WACC entspricht. In diesem Fall entspricht der Terminal Value genau dem investierten Kapital zum Planungshorizont. Anders als im Fall verbliebener Überrenditen zum Planungshorizont wird hier die Konvergenz des ROIC gegen die gewogenen Kapitalkosten bereits in der Grobplanungsphase modelliert. Die zum Abschmelzen von Überrenditen getroffenen Annahmen können dadurch transparenter dargestellt werden als bei einer erst in der Rentenphase unterstellten Konvergenz. Eine derartige Vorgangsweise entspräche auch dem Ideal des für den Beginn der Rentenphase geforderten Steady State am besten, da hier für die Rentenphase konstante Renditen (und nicht abschmelzende Renditen) unterstellt werden.<sup>25)</sup>

Ist hingegen zu erwarten, dass die zum Planungshorizont erwirtschaftete Rendite *unter* den Kapitalkosten liegt, würde die Konvergenzannahme dazu führen, dass sich die Rendite des zu bewertenden Unternehmens im Laufe der Ren-

tenphase verbessert, indem sie sich den Kapitalkosten annähert. Da das zu bewertende Unternehmen in einer derartigen Konstellation zum Planungshorizont mit Wettbewerbsnachteilen konfrontiert ist, wird jedoch die pauschale Annahme einer Beseitigung dieser Nachteile im Laufe der Rentenphase idR nicht plausibel sein. Der WT wird in diesen Fällen gefordert sein, anstelle der Konvergenzannahme die weitere Entwicklung des Rentabilitätsniveaus im Rahmen einer verlängerten Grobplanungsphase darzustellen oder der Bewertung dauerhafte Unterrenditen zugrunde zu legen und die Alternative einer Liquidation des ertragschwachen Unternehmens zu analysieren.

### f) Annahme dauerhafter Überrenditen

Unterstellt der WT abweichend von der Konvergenzannahme, dass das Unternehmen auch in der Rentenphase nachhaltig Überrenditen in einem bestimmten Ausmaß erwirtschaften wird, hat er nach KFS BW1 Rz 64 die dafür maßgeblichen Gründe im Gutachten zu erläutern. Im Rahmen der Begründung wird der WT auf die oben dargelegten branchen- und unternehmensspezifischen Einflussfaktoren auf das langfristige Rentabilitätsniveau bzw die Widerstandsfähigkeit gegen Konvergenzprozesse einzugehen haben. Einen Anhaltspunkt für die Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus können die in der Vergangenheit vom zu bewertenden Unternehmen oder von vergleichbaren Unternehmen<sup>26)</sup> nachhaltig erzielten Renditen bieten. Zusätzlich sind aber jedenfalls branchen- und unternehmensspezifische Einflüsse zu berücksichtigen.

Das Ausmaß der für die Rentenphase zu erwartenden Überrenditen wird häufig niedriger sein als jenes für die Detailplanungsphase. In derartigen Fällen bietet es sich an, die erwartete Verminderung der Überrendite in der Grobplanungsphase darzustellen. Da für die Rentenphase dann eine konstante Rendite unterstellt wird, sind auch die idealtypischen Bedingungen für den Steady State zu Beginn der Rentenphase erfüllt.

24) Siehe dazu unten Abschn 4.

25) Vgl Knoll aaO.

26) Vgl Weiler, aaO 81 f, der darauf hinweist, dass sich diese Vergleichsrenditen langfristig den Kapitalkosten annähern müssten.

#### 4. Konsistente Wachstumsmodelle

##### a) Grundlagen

Das neue Fachgutachten KFS BW1 fordert in Rz 64 nunmehr ausdrücklich die Konsistenz der Annahmen zu Renditeerwartungen, Wachstumsrate und Thesaurierung in der Rentenphase. Der WT hat somit der Ermittlung des Terminal Value ein konsistentes Wachstumsmodell zugrunde zu legen. Im Folgenden wird das in der Bewertungspraxis zur Bestimmung des Terminal Value häufig verwendete Wachstumsmodell von *Gordon/Shapiro*<sup>27)</sup> in der von *Koller/Goedhart/Wessels*<sup>28)</sup> dargestellten Ausprägungsform, die auch als Value-Driver-Modell bezeichnet wird, näher erläutert.

Nach dem Value-Driver-Modell kann der Terminal Value zum Planungshorizont T (TVT) im WACC-Verfahren nach folgender *allgemeiner Formel* ermittelt werden. Dabei bezeichnen FCFT+1 den für die erste Periode der Rentenphase prognostizierten Free Cashflow, WACC die gewogenen Kapitalkosten, g die jährliche Wachstumsrate,<sup>29)</sup> NOPLATT+1 den für die erste Periode der Rentenphase prognostizierten operativen Gewinn nach adaptierten Steuern und RONIC die erwartete Rendite auf die in der Rentenphase durchzuführenden Nettoinvestitionen (Return on New Invested Capital).<sup>30)</sup>

$$(4.1) \quad TV_T = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$

Wesentlich ist zunächst, dass als Basis für die Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase der erwartete Gewinn nach Unternehmenssteuern für das erste Jahr der Rentenphase herangezogen wird. Formel (4.1) zeigt darüber hinaus, dass bei Wachstum ein Teil dieses Gewinns im Unternehmen einbehalten werden muss und nur der um die thesaurierten Beträge verminderte Gewinn den Kapitalgebern als Free Cashflow zufließt. Da das Wachstum in der Rentenphase zum Teil durch Gewinneinhalte finanziert werden muss, ist keine Vollausschüttung des Gewinns möglich und die den Kapitalgebern zufließenden

Free Cashflows sind stets niedriger als der jeweilige Periodengewinn nach Unternehmenssteuern. Bezeichnet b die Thesaurierungsquote, kann folgender Zusammenhang hergestellt werden:

$$(4.2) \quad FCF_{t+1} = NOPLAT_{t+1} \cdot (1 - b)$$

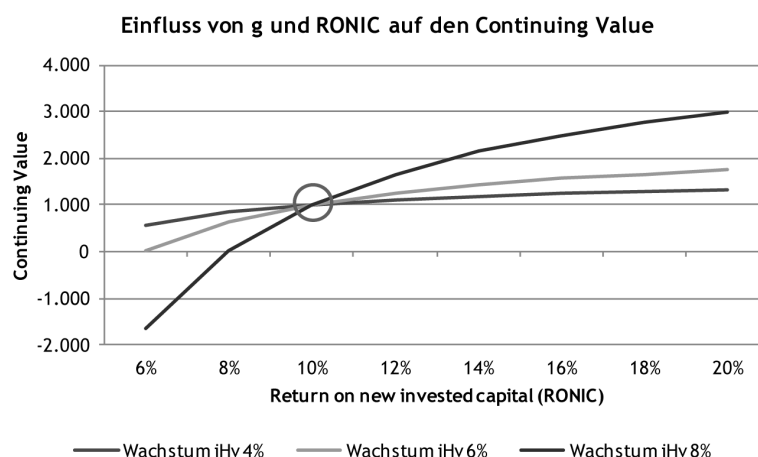
Aus (4.1) und (4.2) lässt sich ableiten, dass der Terminal Value umso höher ist, je niedriger die Thesaurierungsquote b ist. Für die Thesaurierungsquote b gilt dabei folgender Zusammenhang:

$$(4.3) \quad b = \frac{g}{RONIC}$$

Die Thesaurierungsquote ist daher umso niedriger, je niedriger die Wachstumsrate g und je höher die Rendite auf die Nettoinvestitionen (RONIC) ist. Höheres Wachstum erfordert daher grundsätzlich eine vermehrte Thesaurierung von Gewinnen, soweit es nicht aus Überrenditen auf die Nettoinvestitionen finanziert werden kann. Insgesamt entfaltet eine Erhöhung der Wachstumsrate g daher sowohl einen positiven als auch einen negativen Einfluss auf die Höhe des Terminal Value: Positiv wirkt die Kürzung des Diskontierungssatzes, negativ wirkt die gleichzeitige Erhöhung der Thesaurierungsquote. Ob eine Erhöhung der Wachstumsrate nun im Ergebnis zu einer Erhöhung oder Verminderung des Terminal Value führt, hängt entscheidend von der Höhe der erwarteten Rendite der für die Rentenphase angenomme-

nen Nettoinvestitionen (RONIC) ab. Wesentlich ist somit, ob erwartet werden kann, dass diese Rendite über den Kapitalkosten (WACC) liegen wird.

Es lässt sich zeigen, dass Wachstum unter diesen Annahmen nur dann einen positiven Wertbeitrag bringt, wenn die erwartete Rendite der Nettoinvestitionen in der Rentenphase die Kapitalkosten übersteigt. Die nachfolgende Grafik zeigt, wie sich bei einem unterstellten NOPLATT+1 von 100 und einem WACC von 10 % unterschiedliche Annahmen für die Wachstumsrate g und RONIC auf die Höhe des Terminal Value bzw Continuing Value auswirken.<sup>31)</sup>



Bei einer erwarteten Rendite auf die Nettoinvestitionen von mehr als 10 % führen höhere Wachstumsraten somit stets zu einem mitunter erheblichen Anstieg des Terminal Value. Muss jedoch davon ausgegangen werden, dass mit den künftigen Nettoinvestitionen nur unter den Kapitalkosten liegende Renditen erwirtschaftet werden, wirkt Wachstum wertvernichtend.

Ein Sonderfall bedarf einer näheren Betrachtung: Entspricht im Sinne der in KFS BW1 Rz 64 beschriebenen Konvergenzannahme die erwartete Rendite auf die Nettoinvestitionen genau den Kapitalkosten, gilt also RONIC = WACC, liefert das Wachstum weder einen positiven noch einen negativen Wertbeitrag, sondern lässt den Terminal Value unverändert. Die Grafik zeigt, dass der Terminal Value bei einer erwarteten Rendite auf die Nettoinvestitionen in Höhe von 10 % stets 1.000 beträgt und damit unabhängig von der Höhe der Wachstumsrate g ist.

31) Siehe dazu auch die Darstellung bei *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 215.

27) Vgl *Gordon/Shapiro*, Management Science 1956, 102 ff; *Gordon*, Review of Economics and Statistics 1959, 99 ff.  
 28) *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 225.  
 29) Dabei gilt stets  $g < WACC$ .  
 30) *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 225.

Für diesen Fall lässt sich Formel (4.1) wie folgt vereinfachen:<sup>32)</sup>

$$(4.4) \quad TV_t = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC}$$

Ausdruck (4.4) wird als *Konvergenz-Formel* bezeichnet. Sie wird manchmal als Formel für den Fall des Nullwachstums (auch ohne inflationsbedingtes Wachstum) missinterpretiert. Tatsächlich repräsentiert sie aber jenen speziellen Fall, in dem das Wachstum keinen Wertbeitrag bringt. Das Fehlverständnis der Konvergenzformel hat zur Herausbildung der sog. „aggressive-growth formula“ geführt, die unterstellt, dass die Gewinne in der Rentenphase mit einer Wachstumsrate  $g$ , die häufig der Inflationsrate gleichgesetzt wird, wachsen können, ohne ein Thesaurierungserfordernis zu berücksichtigen:<sup>33)</sup>

$$(4.5) \quad TV_t = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC - g}$$

Formel (4.5) ist jedoch inkonsistent, weil jedes Wachstum die teilweise Thesaurierung von Gewinnen erfordert, zumal die wachstumsbedingt unterstellten Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen und das Working Capital bei Aufrechterhaltung der Kapitalstruktur nicht unbegrenzt durch Fremdkapital finanziert werden können.<sup>34)</sup> Formel (4.5) unterstellt, dass ein Gewinnwachstum bei unveränderter Kapitalbasis erzielt werden kann, woraus im Ergebnis eine im Zeitablauf stetig und unbeschränkt wachsende Kapitalrentabilität des Unternehmens (ROIC) resultieren würde. Durch ihre Anwendung wird der Terminal Value regelmäßig überschätzt.

Das beschriebene Value-Driver-Modell geht grundsätzlich davon aus, dass der ROIC auf das zum Planungshorizont investierte Kapital von der Rendite der Nettoinvestitionen (RONIC) in der Rentenphase abweicht. Entspricht jedoch der ROIC auf das zum Planungshorizont investierte Kapital der Rendite auf die Nettoinvestitionen (RONIC) in der Rentenphase, etwa weil ein entsprechendes Abschmelzen von Überrenditen bereits in der Grobplanungsphase unterstellt

wurde, kann der Terminal Value nach folgender Formel bestimmt werden:<sup>35)</sup>

$$(4.6) \quad TV_T = \frac{NOPLAT_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g} = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$

Formel (4.6) unterscheidet sich von (4.1) lediglich dadurch, dass die Variable ROIC durch ROIC ersetzt wurde. Die aus (4.1) abzuleitenden Schlussfolgerungen gelten für den mit (4.6) beschriebenen Fall sinngemäß.

### b) Konsequenzen

Aus der Anwendung eines konsistenten Wachstumsmodells ergeben sich folgende Konsequenzen für die Ermittlung des Terminal Value in der Bewertungspraxis:

- Grundsätzlich erfordert jedes Wachstum die teilweise Thesaurierung von Gewinnen. Die Nichtberücksichtigung von Thesaurierungserfordernissen etwa durch Verwendung der *aggressive growth formula* führt zu Überbewertungen. Dies gilt unabhängig davon, ob ein rein inflationsbedingtes Wachstum oder ein sog. thesaurierungsbedingtes<sup>36)</sup> Wachstum unterstellt wird.<sup>37)</sup>

Auch das IDW befürwortet nunmehr ausdrücklich ein Thesaurierungserfordernis zur realen Substanzerhaltung bei inflationsbedingtem Wachstum.<sup>38)</sup> Ein Wachstum der finanziellen Überschüsse ohne Thesaurierungserfordernis ist nur in Ausnahmefällen vorstellbar, etwa bei de facto „vermögenslosen“ Unternehmen (zB Berater) oder Unternehmen, deren Vermögen aufgrund einer unendlichen Nutzungsdauer nicht ersetzt werden muss (zB Vermietung eines unbebauten Grundstücks)

- Entgegen der bisher weit verbreiteten Praxis können die Wachstumsrate und die finanziellen Überschüsse in der Rentenphase nicht unabhängig voneinander festgelegt werden.<sup>39)</sup>

Stattdessen beeinflusst die angenommene Höhe der Wachstumsrate in Abhängigkeit von der Rentabilität der wachstumsbedingten Nettoinvestitionen das Thesaurierungserfordernis und damit die Höhe der finanziellen Überschüsse.

- Die Annahme von Wachstum führt nur dann zu einer Erhöhung des Terminal Value, wenn erwartet wird, dass die Rendite auf die wachstumsbedingten Nettoinvestitionen über den Kapitalkosten liegt und somit dauerhaft Überrenditen erwirtschaftet werden können.
- Wird hingegen im Sinne der (optionalen) Konvergenzannahme nach KFS BW1 Rz 64 unterstellt, dass die Nettoinvestitionen eine Rendite nur in Höhe der Kapitalkosten erbringen, ist die Höhe der Wachstumsrate für den Terminal Value irrelevant. In diesem Fall ist der Terminal Value anhand der Konvergenz-Formel (4.4) zu ermitteln. Ein Wachstumsabschlag vom Diskontierungssatz kommt dann nicht in Betracht.

## 5. Ergebnis

Mit den neuen Vorgaben für die Ermittlung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase vollzieht das neue Fachgutachten KFS BW1 einen konzeptionellen Wandel. Während bisher die Entwicklung von Zukunftserfolgsgrößen im Mittelpunkt stand, liegt der Fokus nunmehr auf den diese Zukunftserfolgsgrößen determinierenden Werttreibern: Rentabilität und Wachstum.<sup>40)</sup> Die ausdrücklich vorgesehene Abschätzung des langfristigen Rentabilitätsniveaus zwingt zu einer Auseinandersetzung mit der strategischen Ausgangsposition des zu bewertenden Unternehmens und mit Konvergenzprozessen sowie zu einer Analyse der branchen- und unternehmensspezifischen Einflussfaktoren auf die Rentabilitätserwartungen. Die vorgesehene Anwendung konsistenter Wachstumsmodelle soll insb

32) Zur formalen Ableitung siehe *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 225.

33) *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO 225.

34) Vgl *Stellbrink*, aaO 130 ff.

35) Vgl zB *Koller/Goedhart/Wessels*, aaO, 39.

36) Zu der in Deutschland gebräuchlichen Unterscheidung zwischen inflationsbedingtem („organischem“) und thesaurierungsbedingtem Wachstum siehe zB *Friedl/Schwetzer*, ZfB 2010, 417.

37) Vgl *Stellbrink*, aaO 130 ff.

38) *IDW*, WP-Handbuch 2014, Band II (2014) A Rz 403. Diese Frage wurde zuvor in Deutschland kontrovers diskutiert. Siehe dazu *Meitner*, BewP 2008, 10 ff; *Schwetzer*, BewP 2008, 15 ff; *Meitner*, WPg 2008, 248 ff; *Friedl/Schwetzer*, WPg 2009, 152 ff; *Hachmeister/Wiese*, WPg 2009, 54; *Friedl/Schwetzer*, ZfB 2010, 417 ff; *Pawelzik*, CFbiz 2012, 35; *Friedl/Schwetzer*, CFbiz 2012, 40.

39) So bereits *Stellbrink*, aaO 132.

40) Zum konzeptionellen Wandel durch die Anwendung von Konvergenz-Verfahren vgl *Weiler*, aaO 209.

die Berücksichtigung des wachstumsbedingten Thesaurierungsbedarfs sicherstellen und Überschätzungen des Terminal Value hintanhalten. Anders als nach IDW S1 sieht die Neufassung des KFS BW1 für die Rentenphase nicht zwingend die Konvergenzannahme vor, sondern lässt auch

die Annahme dauerhafter Überrenditen bei entsprechender Begründung zu.

Die Neuregelung ist zu begrüßen, weil sie einen wesentlichen Beitrag zum besseren Verständnis und zur Nachvollziehbarkeit der Werttreiber im Rahmen der Ermittlung des Terminal Value leistet. In

Zusammenschau mit der Ergänzung des Phasenmodells um eine Grobplanungsphase ist zu erwarten, dass der bislang dominierende Wertanteil des Terminal Value am gesamten Unternehmenswert erheblich sinkt und die Wertermittlung transparenter wird.

Foto Atelier Jungwirth



**Der Autor:**

Dr. Klaus Rabel ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, CVA (EACVA) und geschäftsführender Gesellschafter der BDO Graz GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft, Graz. Er ist stv. Vorsitzender des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder sowie Autor zahlreicher Fachpublikationen zur Unternehmensbewertung und zum Umgründungssteuerrecht.

**Kontakt:** klaus.rabel@bdograz.at

## Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2014

Das Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2014 beinhaltet 23 interessante Beiträge renommierter Autoren zu den Schwerpunktthemen Controlling, Bilanzierung, Unternehmensbewertung, Governance sowie zu weiteren Themata.

Behandelt wird u.a.:

- Zur Prüfung von Kosten und Kostenrechnungssystemen
- Praxisrelevanz des wertschöpfungsorientierten Controllings
- Die Anreizwirkungen der Budgetierung im Lichte der Prospekttheorie – Ergebnisse einer Pilotstudie
- Leitung, Rechnungswesen, Rechnungslegung und Controlling im großen Verein
- Rolle, Aufgaben und Anforderungsprofil des Controlllers
- Marketingbezogene Erfolgsfaktoren für das Performance Management



Einzelpreis € 125,-  
Abopreis € 100,-  
Wien 2013 | 548 Seiten  
Best.-Nr. 13.60.14  
ISBN 978-3-7007-5691-0



**JETZT BESTELLEN!**

E-Mail: [bestellung@lexisnexis.at](mailto:bestellung@lexisnexis.at) | Tel.: +43-1-534 52-5555  
Versandkostenfreie Lieferung bei Bestellung unter [shop.lexisnexis.at](http://shop.lexisnexis.at)