



UNTERNEHMENSANALYSE 28/4/2015

„Die Goodwill-Blase“

Die deutschen Konzerne schreiben ihre Goodwillbestände kaum noch ab. Dies birgt Risiken.

von KAI LEHMANN

- Die Goodwillbestände der DAX- und MDAX-Unternehmen haben im Jahr 2014 das zehnte Jahr in Folge einen neuen Höchststand erreicht. Diese betragen nun kumuliert 287,9 Mrd. € (CAGR: 7,2 %) bzw. im Durchschnitt 8,1 Mrd. € für DAX-Unternehmen und 0,9 Mrd. € für MDAX-Unternehmen.
- Seit der Einführung des *Impairment-Only-Approach* im Jahr 2004 sind Abschreibungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte zur Ausnahme geworden. Die identifizierten Wertberichtigungen betragen kumuliert über alle Unternehmen für den Zeitraum 2005 bis 2014 34,4 Mrd. €. Unterstellt man lineare Abschreibungen auf Basis steuerrechtlicher Nutzungsdauern, so hätten sich im gleichen Zeitraum Wertminderungen von 152,2 Mrd. € ergeben.
- Der *Goodwill-Impairment Test* ist für Unternehmensexterne eine Black-Box. Die Unternehmen beklagen ihrerseits den hohen Durchführungsaufwand. Derzeit deutet vieles auf eine Wiedereinführung der planmäßigen Abschreibung des Goodwills hin.

Motivation und Zusammenfassung

Das Unternehmen MÜNCHENER RÜCK berichtet im jüngst erschienenen Geschäftsbericht über einen Wertminderungsaufwand auf Geschäfts- oder Firmenwerte von 445 Mio. €. Dieser Abschreibungsaufwand führt bei dem entsprechenden Geschäftssegment zu einem ausgewiesenen Segmentverlust von 276 Mio. €. Im Geschäftsbericht des Konzerns heißt es hierzu: „Die Wertminderung ist insbesondere auch auf das niedrige Zinsumfeld zurückzuführen.“¹ Man sollte daher vermuten, dass eine derartige

Wertminderung auf den Geschäfts- oder Firmenwert (engl. *Goodwill*) auch die Gewinn- und Verlustrechnungen vieler anderer Unternehmen belastet haben sollte. Doch reibt sich der interessierte Bilanzleser bei der Geschäftsberichtslektüre verwundert die Augen. Insbesondere in der jüngeren Vergangenheit sind Abschreibungen auf den Goodwill zur Ausnahme geworden. Dies überrascht, gab es in den vergangenen Jahren zahlreiche makroökonomische und geopolitische Verwerfungen, welche die Wertentwicklung einzelner Geschäftseinheiten doch zumindest tangiert, wenn nicht gar massiv beeinträchtigt haben dürften. Zu nennen sind hier

¹ Geschäftsbericht MÜNCHENER RÜCK 2014, S. 204.



bspw. die Finanzkrise, die seit einigen Jahren schwelende Staatsschuldenkrise in der Euro-peripherie sowie die politischen Spannungen rund um Russland.

Kritisch hinterfragt wird die Bilanzierungspraxis seit einigen Jahren bereits von der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) in Berlin, welche die Goodwill-Werthaltigkeitstests zum wiederkehrenden Prüfungsschwerpunkt bei ihren jährlichen Bilanzkontrollen ausgerufen hat.² Hierbei stellten die Kontrolleure immer wieder Verstöße gegen die geltenden Rechnungslegungsnormen fest, die von den Unternehmen dann im Zuge von reputations- und unternehmenswertschädigenden Fehlerbekanntmachungen veröffentlicht werden mussten. Die Unternehmen ihrerseits beklagen die hohe Komplexität und den Aufwand bei der jährlichen Durchführung des *Impairment-Tests*. Die Gemengelage aus fehlender Berichterstattungstransparenz auf Adressatenseite und fehlender Praktikabilität auf der Erstellerseite wirft die Frage auf, wem mit den geltenden Bilanzierungsregeln überhaupt geholfen ist und ob sie nicht gerade einer verlässlichen und entscheidungsrelevanten Rechnungslegung im Wege stehen und somit auch die effiziente Allokation von Investorenkapital beeinträchtigen.

Diese Studie hat das Ziel, die Praxis der Goodwillbilanzierung der DAX- und MDAX-Unternehmen kritisch zu untersuchen. Hierbei stehen insbesondere die erwähnten Werthaltigkeitsprüfungen im Fokus. Nachdem eingangs die Bilanzierungsgrundlagen und die bilanzielle Bedeutung des Geschäfts- oder Firmenwertes bei den DAX- und MDAX-Unternehmen verdeutlicht wurde, wird im Rahmen einer Simulation aufgezeigt, welcher

Ergebniseffekt aus der Abkehr der planmäßigen Abschreibung im Jahr 2004 bis heute hervorgegangen ist. Die Stichprobe besteht aus allen Unternehmen, die zum Stichtag 31.12.2014 im DAX bzw. MDAX vertreten waren. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich auf die Geschäftsjahre 2005 bis einschließlich 2014.

Grundlagen der Goodwillbilanzierung

Da der Kaufpreis bei einer Unternehmensübernahme nicht vom bilanziell objektiven Substanzwert sondern vielmehr vom individuell ermittelten Ertragswert determiniert wird, verbleibt bei einem Unternehmenserwerb auch nach der vollständigen Erfassung aller identifizierbaren neubewerteten Vermögenswerte und Schulden in der Regel ein positiver Unterschiedsbetrag zum Kaufpreis (siehe Abbildung 1). Dieser Unterschiedsbetrag findet im Rahmen eines *asset deals* dann als Geschäfts- oder Firmenwert Eingang in die Bilanz des Käuferunternehmens.³ Dieser derivative, also aus der Übernahmeprämie abgeleitete Goodwill, ist unter anderem Ausdruck der erwarteten Erträge, die sich mit denjenigen Vermögenswerten des erworbenen Unternehmens generieren lassen, die nicht einzeln aktivierungsfähig sind. Beispiele hierfür könnten erworbenes Management-Know-how oder ein vorhandener Kundenstamm sein.

Des Weiteren lässt sich durch den Zusammenschluss Synergiepotenzial aus der Bündelung von Aktivitäten oder Geschäftseinheiten heben. Zudem ergeben sich durch den Zusammenschluss möglicherweise neue strategische Optionen für den Erwerber, bspw. hinsichtlich der Erschließung neuer Geschäftsfelder. Auch besteht beim erworbenen Unternehmen gegebener-

² So war der Goodwill *Impairment-Test* einer der zentralen Prüfungsschwerpunkte der DPR im Jahr 2014 (http://www.frep.info/docs/pressemitteilungen/2013/20131015_pm.pdf, abgerufen am 16.04.2015)

³ Im Rahmen eines *share deals*, bei dem der Käufer nicht die Vermögenswerte und Schulden vom Verkäufer übernimmt sondern vielmehr die Anteile, kommt es nicht zu einem separaten Ausweis des Goodwills.



nenfalls Wertsteigerungspotenzial durch bislang nicht ausgenutzte Restrukturierungsmöglichkeiten. Dieses Konglomerat an bilanziell nicht einzeln abzubildenden Potenzialen soll den aus objektiver Sicht überhöhten Kaufpreis rechtfertigen.

Seit dem Jahr 2004 wird der Goodwill sowohl nach IFRS als auch nach US-GAAP nicht mehr planmäßig, sondern nur noch im Falle einer außerplanmäßigen Wertminderung abgeschrieben. Die Abkehr von der planmäßigen Abschreibung begründete das IASB seinerzeit damit, dass der Goodwill ein Vermögenswert mit unbestimmter, wenn auch nicht unbegrenzter, Nutzungsdauer sei und die Annahme einer konkreten Nutzungsdauer daher von Willkür geprägt sei. Resultat seien Bilanzen und Gesamtergebnisrechnungen, die kein wahrheitsgemäßes Bild der Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage ergäben.⁴ Konsequenz für den Bilanzadressaten: Anders als vor 2004 kann er nicht mehr davon ausgehen, dass die rein auf Erwartungen basierende Bilanzposition Goodwill zu einem bestimmten Zeitpunkt automatisch wieder aus der Bilanz verschwunden ist.

Vielmehr ist es gerade die marktnähere Bewertung und die daraus vermeintlich resultierende höhere Transparenz, die es den Unternehmen ermöglicht, die überhöhten Übernahmeprämien für einen unbestimmten Zeitraum in den Bilanzen mitzuschleppen. Aus bilanzpolitischer Sicht ergeben sich bei der Identifikation etwaiger Nutzenpotenziale teils enorme Gestaltungsmöglichkeiten für das Management. Will man künftige planmäßige Abschreibungsaufwendungen aus der Kaufpreisallokation möglichst gering halten, so bietet es sich an, viele übernommene immaterielle Bestandteile möglichst niedrig zu

bewerten und in der Residualgröße Goodwill aufgehen zu lassen, dessen Wert dann dementsprechend aufgebläht wird.

Zur regelmäßigen Überprüfung seiner Werthaltigkeit, ist der Goodwill im Rahmen der Kaufpreisallokation (*Purchase Price Allocation, PPA*) auf diejenigen Zahlungsmittel generierenden Einheiten (engl. *cash generating units, CGU*) aufzuteilen, die voraussichtlich von den erwarteten Synergien des Unternehmenszusammenschlusses profitieren werden. Zahlungsmittel generierende Einheiten sind üblicherweise geographische oder strategische Segmente, ggf. aber auch einzelne Standorte, Marken oder Produkte. Auf Ebene dieser *CGUs* wird dann zumindest einmal jährlich ein sog. *Impairment-Test* durchgeführt.⁵ Hierbei wird der aktuelle Buchwert der *CGU* ihrem erzielbaren Ertrag (*recoverable amount*) gegenübergestellt. Liegt der Buchwert der *CGU* über dem erzielbaren Ertrag, so ist der Buchwert der *CGU* auf den erzielbaren Ertrag GuV-wirksam abzuschreiben.

Hierbei wird zunächst ein der *CGU* zugeordneter Goodwill abgeschrieben. Sollte über den Betrag des Goodwills hinaus Wertminderungsbedarf bestehen, so werden die übrigen Vermögenswerte buchwertproportional abgeschrieben. Da also faktisch nicht der einzelne Goodwill bewertet wird, darf eine Wertkorrektur gedanklich auch nicht ausschließlich dem Firmenwert zugeordnet werden. Vielmehr handelt es sich um eine Wertminderung der gesamten *CGU*. Für die Ermittlung des erzielbaren Betrages sieht das IASB zwei unterschiedliche Wertkonzeptionen vor. Zum einen kann das Unternehmen einen sog. Nutzungswert (*value in use*) ermitteln, bei dem das Unternehmen den Barwert künftiger erwarteter Cashflows schätzt, die die *CGU* aus

⁴ Konsequenterweise müsste man diese Ansicht allerdings auch auf alle anderen Assets ausweiten und komplett von definierbaren Nutzungsdauern und damit planmäßigen Abschreibungen abrücken, um zu einer *Full-Fair-Value-Bilanz* zu gelangen.

⁵ Zudem hat das Unternehmen bei Vorliegen sog. *Triggering-Events*, die darauf hindeuten, dass der Wert der *CGU* gemindert sein könnte, auch unterjährig Werthaltigkeitsprüfungen vorzunehmen.



der Nutzung zukünftig generiert, auf den Abschlussstichtag diskontiert. Zum anderen sind vom Unternehmen hypothetische Veräußerungspreise der zahlungsmittelgenerierenden Einheiten unter Einbeziehung etwaiger Veräußerungskosten zu ermitteln. Der höhere Betrag aus Nutzungswert und Nettoveräußerungspreis determiniert dann den erzielbaren Betrag, wodurch die bilanzielle Abbildung der bestmöglichen Verwendungsmöglichkeit erreicht werden soll. Es ist unbestritten, dass bei der Ermittlung des erzielbaren Betrages enorme Spielräume bestehen.

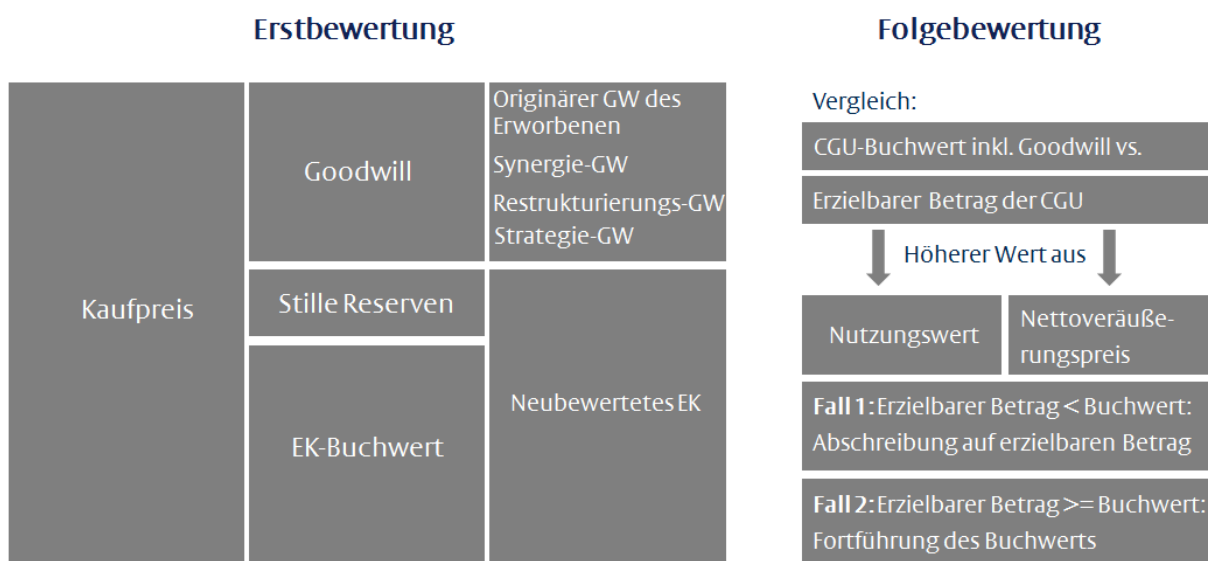
So heißt es bspw. im aktuellen Geschäftsbericht der Allianz SE: „Die Ermittlung des erzielbaren Betrags einer CGU erfordert signifikante Ermessensentscheidungen hinsichtlich geeigneter Bewertungsverfahren und Annahmen.“⁶

Einmalige Abschreibungen auf den Goodwill können nicht durch spätere Wertzuschreibungen aufgeholt werden. Hiermit soll den Unter-

nehmen die Möglichkeit verwehrt bleiben, einen eigenen originären Goodwill mit dem ursprünglichen derivativen Goodwill zu vermischen.

Kommt es in den Folgejahren einer Akquisition zu einer Wertminderung des Goodwills, so wird dies von Außenstehenden oftmals als Eingeständnis gedeutet, Unternehmensanteile zu teuer erworben zu haben, was einen Reputationsverlust für die verantwortliche Unternehmensleitung bedeutet. Daher ist anzunehmen, dass das Management die ihm gebotenen bilanzpolitischen Möglichkeiten bei der Abgrenzung und der Bewertung der CGUs recht umfangreich ausnutzt. Wenig verwunderlich ist die Beobachtung, dass es gerade im Rahmen eines Managementwechsels häufig zu größeren Wertkorrekturen kommt, die es der neuen Unternehmensleitung ermöglichen, künftige Wertminderungsrisiken durch Abschreibungen auf Goodwill-Altlasten zu minimieren.

Abbildung 1: Erst- und Folgebewertung des derivativen Geschäfts- oder Firmenwerts



Quelle: eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute.

⁶ Geschäftsbericht Allianz SE 2014, S. 182.



Die Schuld für die notwendigen Wertkorrekturen tragen hierbei selbstredend die Vorgänger.⁷ Zwar bleibt der Gewinn durch die zeitliche Vor- und Nachverlagerung von Aufwendungen und Erträgen unter Vernachlässigung von Zinseszinsseffekten und steuerlichen Aspekten über die Totalperiode unverändert (künstlich überhöhte Verluste werden durch künstlich überhöhte Gewinne in späteren Jahren kompensiert). Doch kann aus der Verschiebung auf der Zeitachse bspw. für Vergütungsfragen, bei denen Verluste und Gewinne asymmetrischen Einfluss auf die Vergütungshöhe haben, ein signifikanter Einfluss resultieren.

Bilanzielle Relevanz des Goodwills im Untersuchungszeitraum

Insgesamt wiesen die betrachteten Unternehmen im Jahr 2014 Firmenwerte in Höhe von 287,9 Mrd. € aus (siehe Abbildung 2). Dies entspricht gegenüber dem Ausgangswert von 157,6 Mrd. € im Jahr 2005 einer Steigerung um 83 %. Auf die DAX-Unternehmen entfällt mit 243,5 Mrd. € ein Großteil des identifizierbaren Goodwills. Der Anstieg in den Goodwillbeständen vollzieht sich im Beobachtungszeitraum nahezu kontinuierlich, wobei DAX-Unternehmen deutlichere Zuwächse der Goodwillbestände ausweisen als MDAX-Unternehmen.

Während die DAX-Unternehmen nach durchschnittlich 4,1 Mrd. € im Jahr 2005 nun mit 8,1 Mrd. € einen Zuwachs an Geschäfts- oder Firmenwerten von +96 % verzeichneten, sind dies auf Seiten der MDAX-Unternehmen im Durchschnitt lediglich +20 % (889 Mio. € in 2014 nach 740 Mio. € in 2005). Der Anteil des Goodwills am Eigenkapital ist auf Seiten der DAX Unternehmen deutlich höher als bei den kleineren MDAX-Unternehmen.

⁷ Diese als *Big-Bath-Accounting* bekannte Form der Bilanzpolitik beschränkt sich nicht auf Wertkorrekturen beim Goodwill, sondern zeigt sich bspw. ebenso in der Bildung von Restrukturierungsrückstellungen.

Die Unternehmen, welche über die letzten Jahre bei ohnehin schon hohen Goodwillbeständen besonders deutliche Zuwächse der bilanzierten Geschäfts- oder Firmenwerte auswiesen, gehören mit BAYER, FRESENIUS, FRESENIUS MEDICAL CARE, HEIDELBERGCEMENT, SAP und VOLKSWAGEN allesamt dem DAX an.⁸ Den imposantesten Zuwachs verzeichnete hierbei VOLKSWAGEN, deren ausgewiesener Goodwill im Rahmen der Übernahme des PORSCHE KONZERNS von 4,2 Mrd. € im Jahr 2011 auf 23,9 Mrd. € im Jahr 2012 angestiegen ist. Seitdem entspricht die Position Geschäfts- oder Firmenwerte bei VOLKSWAGEN mehr als einem Viertel des Eigenkapitals. Dies stellt im Vergleich zu anderen Unternehmen allerdings eine lediglich durchschnittliche Goodwill/Eigenkapital-Relation dar.

Anders ist die Situation seit einigen Jahren bei FRESENIUS und FRESENIUS MEDICAL CARE, bei denen der Goodwill gar das Eigenkapital übersteigt. Ebenso bei THYSSENKRUPP, wo die gesunkene Eigenkapitalbasis zu einer deutlichen Ausweitung des Verhältnisses von Goodwill zu Eigenkapital von mittlerweile 112 % geführt hat. Allerdings sind hohe absolute und relative Goodwillbestände nicht per se kritisch, so lange Unternehmen profitabel und wenig konjunktursensitiv sind. Dennoch ist die Wertminderungsgefahr insbesondere bei stark zyklischen Geschäftsmodellen im Falle einer gesamtwirtschaftlichen Eintrübung mehr als nur latent.

Übersteigt der rein auf Erwartungen und Hoffnungen basierende Aktivposten Goodwill den Haftungspuffer Eigenkapital, so hätte eine Komplettabschreibung theoretisch eine bilanzielle Überschuldung des jeweiligen Unternehmens zur Folge, denn bei einer nachhaltigen Abschwächung der Ertragsaussichten müssten die bislang aufgeschobenen Abschreibungen nachgeholt werden. Dies würde die Ertragslage und

⁸ Siehe hierzu Tabelle A 1.



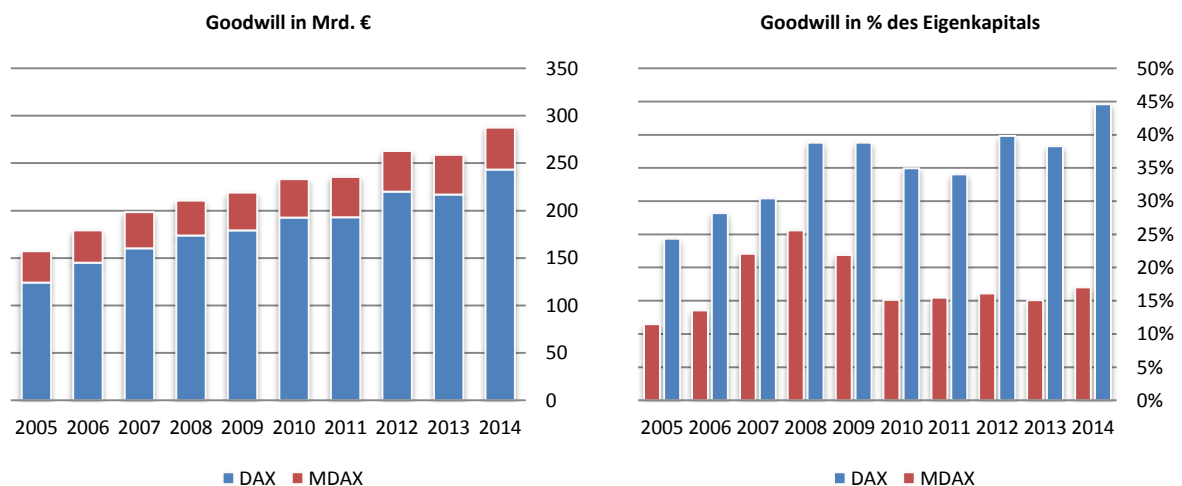
das Eigenkapital der Unternehmen massiv belasten. Das in Abbildung 2 ausgewiesene relativ konstante Niveau der durchschnittlichen Goodwill/Eigenkapital-Relation über die letzten Jahre von ca. 35 - 40 % bei den DAX-Unternehmen bzw. 15 % bei den MDAX-Unternehmen dürfte sich in diesem Fall deutlich nach oben entwickeln, so wie zuletzt 2008.

Betrachtet man einzelne Industrien, so zeigen sich recht heterogene Relationen zwischen den Branchen. In Industrien, bei denen immaterielle Vermögenswerte eine hohe Relevanz haben, wie der Pharma- und der Technologiebranche, findet man häufig recht hohe Geschäfts- oder Firmenwerte in den Unternehmensbilanzen. Dies ist auf die teils nicht einzeln bilanziell erfassbaren Ertragspotenziale etwa von in der Pipeline befindlichen Pharmapräparaten zurückzuführen, von denen sich der Übernehmende Wachstumschancen verspricht.

Goodwill Impairment-Test und vorgenommene Wertminderungen

Wie zuvor bereits angemerkt, sind im Rahmen der Werthaltigkeitsprüfung verschiedene Prämissen hinsichtlich der Goodwillallokation, künftigen Cashflows und anzusetzenden Diskontierungszinsen festzulegen. Insbesondere die Einteilung der zahlungsmittelgenerierenden Einheiten, auf deren Basis der Werthaltigkeits-test durchzuführen ist und die Allokation des Goodwill auf diese cash generating units determiniert die Wahrscheinlichkeit eines späteren Impairments. Je größer die CGUs zugeschnitten sind, desto leichter lassen sich negative und positive Entwicklungen unterschiedlicher Geschäftsbereiche gegeneinander aufrechnen und desto leichter lassen sich Wertminderungen vermeiden. Demgegenüber führt eine hohe Anzahl von CGUs ceteris paribus zu einer erhöhten Abschreibungswahrscheinlichkeit.

Abbildung 2: Goodwill der DAX- und MDAX-Unternehmen in Mio. € sowie durchschnittliche Relation von Goodwill zu Eigenkapital (Median)



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 28.04.2015.



Tabelle 1: Anzahl der cash generating units im Untersuchungszeitraum

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	1,0	2,0	2,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
MITTELWERT	8,9	10,4	10,3	10,5	10,9	11,8	12,6	11,8	12,5	11,6
<i>hiervon DAX</i>	9,6	10,4	10,2	10,8	11,0	11,5	12,7	13,3	13,9	11,7
<i>hiervon MDAX</i>	8,3	10,4	10,4	10,2	10,8	12,2	12,5	10,3	10,9	11,5
MAXIMUM	50,0	54,0	54,0	55,0	55,0	54,0	61,0	67,0	68,0	57,0

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 28.04.2015

Hinsichtlich der Anzahl der *cash generating units* ergeben sich einige interessante Auffälligkeiten (siehe Tabelle 1). Zunächst lässt sich tendenziell eine abnehmende Anzahl von *CGUs* ausmachen. Von 12 zahlungsmittelgenerierenden Einheiten im Jahr 2005 reduziert sich die Anzahl bis zum Jahr 2014 auf durchschnittlich 9 Einheiten. Eine besonders deutliche Reduktion lässt sich bei BASF ausmachen, das die Anzahl der *CGUs* von einem auf das andere Geschäftsjahr (2009 auf 2010) von 61 auf 37 deutlich reduziert hat. Neben einem verminderten Aufwand bei der Durchführung des Werthaltigkeitstests, könnte dies ebenso auf die verbesserten Möglichkeiten der Quersubventionierung zwischen unterschiedlichen Einheiten und der damit einhergehenden verminderten Wertminderungswahrscheinlichkeit begründet sein.

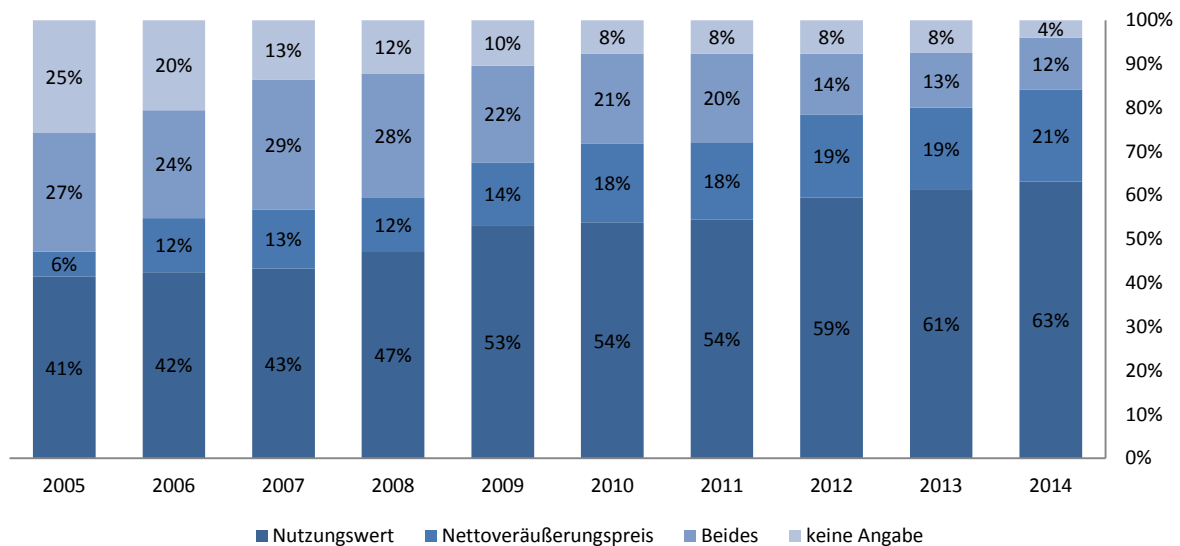
Unterschiede zwischen den Indizes ergeben sich größtenteils nicht. Demnach korreliert die Größe eines Unternehmens nicht mit der Anzahl von *CGUs*. So allokiert BEIERSDORF den Goodwill seit vielen Jahren lediglich auf zwei Geschäftseinheiten, während bspw. FUCHS PETROLUB zuletzt 50 unterschiedliche *CGUs* aufweist, separiert nach regionalen Märkten. In der Regel werden die *Impairment-Tests* auf Basis strategischer Geschäftseinheiten durchgeführt. Seltener dienen für die Abgrenzung der zahlungsmittelgenerierenden Einheiten wie im Fall von FUCHS PETROLUB regionale Märkte oder Marken.

Wie die Auswertung der verwendeten Wertkonstrukte zur Determinierung des erzielbaren Betrags zeigt, verwenden die Unternehmen hier zuallermeist den Nutzungswert (siehe Abbildung 3). Dies ist aus verschiedenen Aspekten wenig überraschend. Zum einen geht aus der Berechnung des Nutzungswertes der innere Wert einer *CGU* hervor, der durch die Eigennutzung der Assets begründet ist. Würde dieser Nutzungswert unter dem Nettoveräußerungspreis liegen, so müsste man dem Unternehmen nahe legen, die entsprechende Einheit zu veräußern.⁹ Da die Ermittlung des Nutzungswertes für Außenstehende zum anderen wenig transparent ist, ergeben sich für das Management bilanzpolitische Spielräume. Zwar muss über angenommene langfristige Wachstumsraten bei Extrapolation der Cashflows berichtet werden, doch bleiben die aus der internen Unternehmensplanung übernommenen zugrundeliegenden Cashflows für den Bilanzleser im Verborgenen. Für Außenstehende ist es unmöglich, eine Aussage über die Angemessenheit der Einzelprämissen zu tätigen. Selbst Wirtschaftsprüfer müssen es bei ihren Kontrollen auf Plausibilitätsüberlegungen beruhen lassen. Die Nachvollziehbarkeit der Ergebnisse des *Impairment-Tests* ist für Externe daher deutlich eingeschränkt.

⁹ In den Fällen, bei denen der Nettoveräußerungspreis den erzielbaren Betrag bestimmt, haben die Unternehmen in der Regel nur dieses eine Wertkonstrukt ermittelt, was zulässig ist, sofern der jeweilige Wert über dem Buchwert liegt.



Abbildung 3: Verwendete Wertkonstrukte zur Ermittlung des erzielbaren Betrags



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 28.04.2015.

Kumuliert lassen sich im Beobachtungszeitraum 172 Wertkorrekturen ausmachen, die in der Höhe 34,4 Mrd. € betragen. Der höchste Einzelwert entfällt mit kumulierten Abschreibungen in der Höhe von 6,8 Mrd. € auf das Jahr 2008 (siehe Abbildung 5). In den letzten beiden Jahren wiesen die Unternehmen mit je 1,2 Mrd. € konstante Abschreibungsbeträge auf recht niedrigem Niveau aus. Die Wertkorrekturen der DAX-Unternehmen machen dabei erwartungsgemäß den Großteil der insgesamt identifizierten Abschreibungen aus. Ebenso korrigieren DAX-Unternehmen ihre Geschäfts- oder Firmenwerte häufiger im Wert als die MDAX-Unternehmen. Allerdings lassen sich nur wenige Unternehmen identifizieren, bei denen sich vergleichsweise kontinuierliche Goodwillabschreibungen im Untersuchungszeitraum ausmachen lassen.

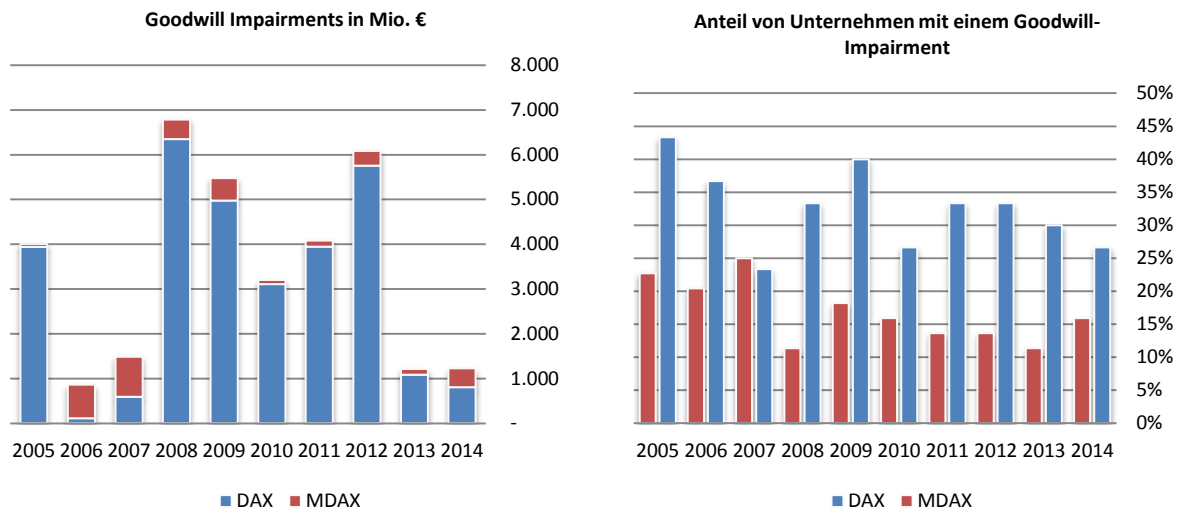
Hierzu gehören die DEUTSCHE TELEKOM und HEIDELBERGCEMENT, die gar in jedem der zehn betrachteten Jahre eine Wertminderung aufweisen, MÜNCHENER RÜCK mit neun Einzelimpairments sowie SIEMENS mit acht Wertkorrekturen. VOLKSWAGEN wiederum, als Konzern mit dem

mittlerweile größten Goodwillbestand aller Unternehmen, hat im gesamten Untersuchungszeitraum nicht eine Wertkorrektur vorgenommen.

Bei Betrachtung der einzelnen Abschreibungen auf Konzernebene zeigt sich, dass diese von einigen wenigen großen Wertkorrekturen geprägt sind. So entfallen mit 12,0 Mrd. € bzw. 5,1 Mrd. € nahezu die Hälfte der zu beobachtenden *Impairments* auf lediglich zwei Unternehmen, die DEUTSCHE TELEKOM und E.ON. Lässt man diese zwei Unternehmen unberücksichtigt, so ergeben sich durchschnittliche Wertkorrekturen von lediglich 25 Mio. € pro Unternehmen und Jahr. Setzt man diesen Wert ins Verhältnis zum durchschnittlichen Goodwillbestand von 2,6 Mrd. €, so ergibt der Kehrwert aus dieser Relation eine im Durchschnitt implizit unterstellte Nutzungsdauer des Goodwills von mehr als 100 Jahren. Dies würde bedeuten, dass sich die aus dem Unternehmenszusammenschluss erhofften Synergien über mehr als ein Jahrhundert nutzen lassen. Dies lässt - wohlwollend formuliert - beachtlichen Weitblick bei den durchgeführten Akquisitionen vermuten.



Abbildung 4: Anteil der Unternehmen mit einem Goodwill-Impairment und kumulierte Goodwill-Impairment in Mio. €



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 28.04.2015

Die steuerliche Gesetzgebung hierzulande geht davon aus, dass sich die erhofften Synergien über einen Zeitraum von 15 Jahren einstellen. Es darf jedoch gemutmaßt werden, dass Abschreibungen in erster Linie deshalb zum Ausnahmefall geworden sind, weil Bewertungsspielräume bewusst ausgenutzt wurden, um die Gewinn- und Verlustrechnungen zu entlasten.

Simulierter Einfluss des Impairment-Only-Approach auf die Ertragslage der Unternehmen im Untersuchungszeitraum

Aus den vorangegangenen Ausführungen wird deutlich, dass die Unternehmensgewinne von dem Wegfall der planmäßigen Abschreibungen profitiert haben. Im Rahmen der folgenden Simulation soll aufgezeigt werden, welcher Ergebniseffekt aus einer unterstellten fortwährenden linearen Abschreibung im Beobachtungszeitraum hervorgegangen wäre bzw. welchen Entlastungseffekt der *Impairment-Only-Approach* impliziert. Hierzu wurden analog zu den hierzulande geltenden steuerrechtlichen Vorgaben einheitliche Nutzungsdauern des Goodwills von 15 Jahren unterstellt. Die Differenz aus tatsächlich vorgenommener Wertmin-

derung und der simulierten planmäßigen Abschreibung stellt den positiven Ergebniseffekt (vor Steuern) dar. Sollte das tatsächlich zu beobachtende *Impairment* in einem Jahr größer ausgefallen sein als die simulierte lineare Wertminderung, so wird für das entsprechende Jahr mit dem tatsächlichen *Impairment* gerechnet, da dies auch im Falle einer planmäßigen Abschreibung den tatsächlichen (außerplanmäßigen) Wertminderungsaufwand dargestellt hätte. Anschließend werden die eingesparten Aufwendungen mit dem Buchwert des Eigenkapitals des Geschäftsjahres 2014 verglichen, um die größten Profiteure des *Impairment-Only-Approach* zu identifizieren.

Die sich auf Basis oben beschriebener Methodik ergebenden Abschreibungen betragen je nach Betrachtungszeitpunkt kumuliert zwischen 10,4 Mrd. € und 18,8 Mrd. €, wobei sich analog zu den erhöhten Goodwillbeständen im Zeitablauf auch zunehmende Abschreibungssummen zeigen. Insgesamt ergeben sich Abschreibungen in Höhe von 152,2 Mrd. € (siehe Tabelle 2). Diese liegen um ca. 118 Mrd. € über den im Untersuchungszeitraum ausgewiesenen Wertminderun-



gen. Dies bedeutet, dass die Unternehmensgewinne durch die Abschaffung der planmäßigen Abschreibung im Zeitraum 2005 bis 2014 um ca. 118 Mrd. € vor Steuern entlastet wurden (siehe Tabelle 3). Dabei war der Entlastungseffekt in den Jahren 2013 und 2014 mit durchschnittlich 204 Mio. € vor Steuern so hoch wie nie zuvor. Der Gewinn eines durchschnittlichen DAX-Unternehmens wäre alleine im letzten Jahr 463 Mio. € vor Steuern niedriger ausgefallen, wenn es lineare Abschreibung auf den Goodwill hätte vornehmen müssen. Dies entspricht auf Durchschnittsbasis etwa 20 % des letztjährigen Konzernergebnisses. Die simulierten Effekte sind jedoch sehr heterogen. Betrachtet man die absoluten Werte, so gehören zu den größten Profiteuren mit Ausnahme von Airbus ausschließlich Unternehmen aus dem DAX (siehe Tabelle A 7). Dies ist aufgrund der hohen Goodwillbestände nicht verwunderlich. So haben die Unternehmen RWE, SIEMENS, E.ON und ALLIANZ

im gesamten Untersuchungszeitraum jeweils über 5 Mrd. € an Abschreibungen eingespart. Alleine VOLKSWAGEN hätte im Jahr 2014 einen Mehraufwand von 1,6 Mrd. € zu verzeichnen gehabt.

Setzt man den Ergebniseffekt in Relation zum Eigenkapital des Jahres 2014, so ergeben sich teils signifikante Auswirkungen. Hinsichtlich des relativen Effekts auf das Eigenkapital zeigt sich, dass die PROSIEBENSAT.1 MEDIA AG im Beobachtungszeitraum Aufwendungen eingespart hat, die kumuliert den Eigenkapitalbuchwert des Jahres 2014 übersteigen. Unterstellt man eine fortwährende lineare Goodwillabschreibung, so hätte dies über den gesamten Beobachtungszeitraum das Eigenkapital der Konzerne um 18,6 % gemindert, wobei DAX-Unternehmen mit -20,5 % auch relativ gesehen gegenüber -17,5 % auf Seiten der MDAX-Unternehmen stärker belastet würden. Im DAX gehören THYSSENKRUPP

Tabelle 1: Simulierte Abschreibung des Goodwills in Mio. €

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	Summe
MINIMUM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MEDIAN	43	42	45	40	40	28	27	22	22	22	300
MITTELWERT	220	220	235	220	190	211	216	166	150	142	1.903
hiervon DAX	490	489	524	489	403	454	455	323	276	277	4.181
hiervon MDAX	58	58	62	56	54	55	57	62	62	48	537
MAXIMUM	1.582	1.596	2.965	3.100	1.356	2.345	3.315	1.397	1.225	1.920	
SUMME	17.570	17.565	18.832	17.388	14.647	16.236	16.212	12.475	10.936	10.387	152.247
hiervon DAX	14.692	14.683	15.727	14.668	12.090	13.633	13.640	9.688	8.285	8.311	
hiervon MDAX	2.856	2.860	3.083	2.698	2.535	2.580	2.550	2.765	2.629	2.054	

Tabelle 2: Simulation zum Ergebniseffekt durch eingesparte planmäßige Abschreibungen in Mio. €

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	Summe
MINIMUM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MEDIAN	33	39	32	33	31	23	25	19	18	14	300
MITTELWERT	204	204	159	168	149	140	126	147	138	87	1.473
hiervon DAX	463	453	332	357	299	288	243	303	272	146	3.159
hiervon MDAX	49	55	56	53	52	45	47	42	44	47	461
MAXIMUM	1.582	1.596	1.047	923	961	1.144	1.087	1.070	1.215	964	
SUMME	16.343	16.350	12.752	13.304	11.445	10.764	9.426	10.990	10.077	6.384	117.834
hiervon DAX	13.888	13.602	9.974	10.723	8.982	8.655	7.294	9.095	8.174	4.377	
hiervon MDAX	2.455	2.749	2.778	2.581	2.463	2.109	2.133	1.895	1.903	2.007	

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand: 28.04.2015.



und RWE zu den Unternehmen, bei denen der *Impairment-Only-Approach* den größten relativen Effekt auf das Eigenkapital hinterlassen hat. Bei einer unterstellten linearen Abschreibung, wäre das Eigenkapital bis heute auf ein Drittel des nun ausgewiesenen Betrages zusammengeschnitten.

Fazit und Ausblick

Die Analyse der Geschäftsberichte der Jahre 2005 bis 2014 hat aufgezeigt, dass die Unternehmen bei den Wertkorrekturen ihrer ausgewiesenen Geschäfts- oder Firmenwerte sehr zögerlich agierten. Hierdurch haben sich über die Jahre enorme Goodwillvolumina aufgebaut, die bei einigen Unternehmen das Eigenkapital übersteigen. Letztendlich handelt es sich bei der Bilanzposition Goodwill um vorweggenommene Ertragserwartungen, die in der Bilanz als Asset erfasst werden. Bleiben die erwarteten Erträge aus, mindert dies den Unternehmenswert, da der Goodwill im Wert korrigiert werden müsste. Werden sie hingegen zeitkongruent in der bilanziell implizit abgebildeten Höhe realisiert, so handelt es sich lediglich um einen erfolgsneutralen Vorgang, denn den Erträgen stehen dann Abschreibungen in gleicher Höhe gegenüber, da der Goodwill in Höhe des entsprechenden Werteverzehrs abgeschrieben würde.

Wie eingangs erwähnt, müsste es den kundigen Bilanzleser also verwundern, dass es kaum zu signifikanten Wertminderungen der Firmenwerte kommt. Faktisch hingegen wundert sich der Bilanzadressat mitnichten. Die aufgezeigten bilanzpolitischen Spielräume und Intransparenzen bei der Durchführung des *Impairment-Tests* erlauben es dem Management, notwendige Wertkorrekturen auf unbestimmte Zeit aufzuschieben. Der Außenstehende ist derweil nicht in der Lage, ein Urteil über die Angemessenheit der unternehmensseitig getroffenen Prämissen beim Werthaltigkeitstest zu fällen.

Derzeit lassen sich Bestrebungen von einigen Gremien und Verbänden beobachten, die eine Abkehr vom *Impairment-Only-Approach* fordern. Hierzu zählt insb. das von der EUROPEAN FINANCIAL REPORTING ADVISORY GROUP (EFRAG) gemeinsam mit dem japanischen und italienischen Standardsettern initiierte Projekt, das im Sommer 2014 die Frage aufwarf „*Should Goodwill still not be amortised?*“. Die hierzu eingegangenen Kommentierungsschreiben von Erstellern und Nutzern der Finanzinformationen zeigen, dass sich die meisten eine Rückkehr zur planmäßigen Abschreibung wünschen. Nicht zuletzt beklagen die Kommentierenden die „signifikanten Unsicherheiten und Beurteilungen, die dem *Impairment-Only-Modell* innewohnen“¹⁰. In naher Zukunft wird das Thema daher wohl auf der Agenda des IASB erscheinen. Auch das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) befürwortet aufgrund der Prüfungsrisiken eine Rückkehr zur planmäßigen Abschreibung. Derzeit können diesbezügliche Prüfungen ohnehin nicht über einen Test auf Plausibilität der Prämissen hinausgehen. Für nichtkapitalmarkt-orientierte US-amerikanische Unternehmen besteht heute schon ein Wahlrecht, den Goodwill planmäßig abzuschreiben.

Es ist wahrscheinlich, dass die M&A-Aktivität der Unternehmen von den einst geänderten Bilanzierungsregeln massiv beeinflusst wurde. Manche Übernahme hätte wohl nicht stattgefunden, wenn die Unternehmensleitung weiterhin hohe planmäßige Wertminderungen hätte vornehmen müssen, die das Ergebnis und damit auch die Vergütung tangieren. Dies verdeutlicht, dass die Rechnungslegung strategische Entscheidungen bedeutend beeinflussen kann und somit den Unternehmenswert substantiell be-

¹⁰ Vgl. EFRAG/ASBJ/OIC (2015), Feedback Statement, „Should Goodwill still not be Amortised?“, abrufbar unter: http://www.efrag.org/files/Goodwill%20Impairment%20and%20Amortisation/Feedback_Statement_-_Accounting_and_Disclosure_for_Goodwill.pdf, Stand: 17.04.2015.



einflusst. Sollte künftig die planmäßige Abschreibung wiederaufleben, so dürfte dies in den (Des-)Investitionsüberlegungen eine bedeu-

tende Rolle spielen und somit die Übernahmeaktivität sowie die bezahlten Übernahmeprämien erneut nachhaltig beeinflussen.

Anhang

Tabelle A 1: Goodwill in Mio. €

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MEDIAN	707	614	629	632	577	548	421	392	331	290
MITTELWERT	3.599	3.241	3.292	2.950	2.920	2.779	2.739	2.581	2.394	2.101
hiervon DAX	8.117	7.233	7.341	6.436	6.422	5.978	5.795	5.349	4.844	4.143
hiervon MDAX	889	846	863	859	819	820	789	814	760	740
MAXIMUM	23.577	23.730	23.935	17.158	20.521	20.334	20.626	20.640	20.955	18.375
SUMME	287.945	259.316	263.400	236.007	233.595	219.533	210.922	198.719	179.518	157.577
hiervon DAX	243.498	216.993	220.241	193.067	192.664	179.341	173.852	160.472	145.318	124.276
hiervon MDAX	44.112	41.989	42.825	42.606	40.598	39.859	36.736	37.916	33.869	32.970

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand 28.04.2015.

Tabelle A 1: Goodwill in % Total Assets

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MEDIAN	8,8%	8,6%	9,6%	9,2%	9,7%	10,6%	9,4%	8,3%	7,8%	6,6%
MITTELWERT	12,7%	12,6%	12,8%	12,6%	12,7%	13,2%	12,1%	11,8%	10,7%	9,5%
hiervon DAX	15,4%	15,4%	15,7%	14,7%	15,2%	15,2%	13,9%	12,6%	11,6%	9,9%
hiervon MDAX	11,0%	10,9%	11,1%	11,4%	11,2%	12,0%	11,0%	11,3%	10,1%	9,3%
MAXIMUM	54,3%	51,1%	51,5%	49,0%	49,5%	50,3%	51,3%	51,4%	53,1%	43,5%

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand 28.04.2015.

Tabelle A 2: Goodwill in % des immateriellen Vermögens

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MEDIAN	63,1%	64,3%	63,1%	62,9%	64,5%	62,8%	67,8%	69,8%	76,1%	74,2%
MITTELWERT	58,8%	56,8%	55,8%	56,2%	56,5%	57,0%	57,2%	57,9%	61,9%	60,2%
hiervon DAX	62,7%	61,6%	61,4%	60,2%	60,6%	60,6%	62,5%	59,8%	64,7%	64,0%
hiervon MDAX	56,6%	53,9%	52,4%	53,9%	54,0%	54,8%	53,9%	56,7%	59,9%	57,5%
MAXIMUM	97,7%	97,3%	97,3%	96,9%	96,8%	97,4%	98,0%	98,4%	97,4%	99,0%

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand 28.04.2015.



Anhang

Tabelle A 3: Goodwill in % des Eigenkapitals

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	-16,3%	-19,5%	-18,2%	-315,4%	-376,8%	706,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MEDIAN	22,7%	23,3%	25,0%	21,3%	25,5%	29,0%	29,1%	23,0%	22,4%	18,0%
MITTELWERT	40,6%	39,4%	40,1%	32,9%	36,4%	50,1%	63,8%	51,8%	35,4%	53,6%
<i>hiervon DAX</i>	48,6%	46,6%	45,2%	42,2%	44,4%	48,0%	48,0%	42,4%	38,4%	32,8%
<i>hiervon MDAX</i>	35,8%	35,1%	37,0%	27,2%	31,5%	51,4%	74,1%	57,9%	33,3%	68,2%
MAXIMUM	156,5%	171,6%	223,1%	129,0%	282,8%	833,4%	1102,1%	701,3%	139,4%	1643,8%

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand 28.04.2015.

Tabelle A 4: Vorgenommene Goodwill Impairments in Mio. €

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
MINIMUM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MEDIAN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MITTELWERT	15	15	76	51	40	69	88	19	12	53
<i>hiervon DAX</i>	27	36	192	131	104	166	212	20	4	131
<i>hiervon MDAX</i>	9	3	7	3	2	10	10	19	17	2
MAXIMUM	445	605	2.965	3.100	1.145	2.345	3.315	580	710	1.920
SUMME	1.227	1.214	6.080	4.083	3.202	5.472	6.785	1.485	863	4.003
<i>hiervon DAX</i>	804	1.081	5.753	3.944	3.108	4.978	6.346	593	111	3.934
<i>hiervon MDAX</i>	423	133	328	139	94	494	439	892	751	69

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters, eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute, Stand 28.04.2015.



Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG.

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.**

Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM *Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 28. April 2015