



UNTERNEHMENSANALYSE 05/07/2017

## Mit viel gutem Willen...

von KAI LEHMANN

- Der Goodwill ist in den vergangenen Jahren zu einem zentralen Posten in den Bilanzen europäischer Großkonzerne geworden. In den Bilanzen der 600 größten börsennotierten europäischen Gesellschaften türmt sich mittlerweile ein Goodwillbestand von ca. 1,9 Bio. Euro auf.
- Dieser Rekordstand ist Ausdruck des strukturellen Wandels in der Wirtschaftswelt, aber auch mangelnder Möglichkeiten für Realinvestitionen, bilanzieller Ermessensspielräume und nicht zuletzt auch Folge der ultra-lockeren Geldpolitik.
- Mit steigender Relevanz des Goodwills rückt aus Investorensicht die Frage nach der Werthaltigkeit dieses Bilanzpostens zunehmend in den Fokus. Wertminderungen waren in den letzten Jahren äußerst selten. Dies könnte sich künftig ändern. Je nach Branche hätte dies deutliche Folgen für die Unternehmensgewinne.

### Motivation

Bereits nach der Abgabe des ersten Angebots zeichnete es sich ab: Die Übernahme des US-amerikanischen Agrar-Riesen Monsanto durch den Bayer-Konzern dürfte, vorbehaltlich der Zustimmung der Kartellbehörden, die mit Abstand größte Unternehmensübernahme in der deutschen Wirtschaftsgeschichte werden. Am Ende der Verhandlungen steht ein Transaktionspreis von 66 Mrd. US-Dollar. Obwohl der Kaufpreis für die Übernahme bekannt ist, lässt sich einige Monate später nach wie vor nur abschätzen, wie sich der Deal konkret in der Bilanz des Bayer-Konzerns niederschlagen wird, da exakt ermittelt werden muss, wie das übernommene Vermögen des Saatgutkonzerns zu

bewerten ist. Die von Bayer bezahlte Prämie von ca. 44 % auf den Schlusskurs am Tag vor Abgabe des Angebots lässt allerdings bereits erahnen, dass der ausgewiesene Goodwill in der Bayer-Konzernbilanz massiv in die Höhe schießen wird.

Beim Goodwill (dt.: Geschäfts- oder Firmenwert) handelt es sich um den Unterschiedsbetrag zwischen Kaufpreis und übernommenem Vermögen bei einer Unternehmenstransaktion. Ein augenscheinlich hoher Kaufpreis und der damit verbundene massive Anstieg des Goodwills ist so lange unproblematisch, wie sich entsprechende Ertrags- und Kostensynergien, die sich das akquirierende Unternehmen erhofft, nach der Übernahme auch tatsächlich materialisi-



sieren. Doch sind derart große Deals nicht ohne Risiko. Entwickeln sich die Geschäfte nach der Integration nicht wie erhofft, drohen außerplanmäßige Wertminderungen. So heißt es im Bayer-Geschäftsbericht: *„Bei unerwarteten Schwierigkeiten im Rahmen der Integration, bei einem sich schwächer als erwartet entwickelnden Monsanto-Geschäft oder anderen unvorhergesehenen Abweichungen in der Geschäftsentwicklung bei Crop Science werden wir ggf. gezwungen sein, eine Wertminderung der immateriellen Vermögenswerte von Monsanto und des Crop Science-Geschäftswerts zu erfassen“*<sup>1</sup>.

Blickt man zurück, so sind derartige Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte bei europäischen Großkonzernen äußerst selten zu beobachten gewesen. Verlässt sich der Geschäftsberichtsadressat darauf, dass die Rechnungslegung ein wahrheitsgemäßes Bild der Vermögens- und Ertragslage vermittelt, so muss er zu dem Ergebnis gelangen, dass die weit überwiegende Mehrheit der Unternehmensübernahmen in der Vergangenheit also aufgegangen sein muss. Doch muss man konstatieren, dass selbst im Falle massiver gesamtwirtschaftlicher Krisen, die die zugrundeliegenden Planungen weit über das absehbare Maß hinaus belastet haben dürften, kaum Wertminderungen zu verzeichnen waren. Zum einen mag dies auf einen gewissen Puffer im Rahmen der Kaufpreiskalkulation zurückzuführen sein. Mitunter wird in der Wissenschaft jedoch auch auf bilanzielle Ermessensspielräume bei der Durchführung der Werthaltigkeitsprüfungen verwiesen.<sup>2</sup> Eine gewisse Zurückhaltung der Unternehmenspraxis beim Thema Wertminderungen ist auch vom International Accounting Standards Board (IASB) wahrgenommen worden. So heißt es: *„In*

*particular, the reporting of accounting impairments is perceived as slow relative to the related economic impairment.“*

Mit dem vorliegenden Beitrag möchten wir einen umfassenden Einblick in die Bilanzierungspraxis europäischer Großkonzerne geben und einen Ausblick auf mögliche Effekte derzeit diskutierter Bilanzierungsänderungen in der näheren Zukunft liefern.

## **Enormes Goodwillwachstum – Was steckt dahinter?**

Keine andere Vermögensposition hat über die vergangene Dekade solch einen Bedeutungszuwachs erfahren wie der Goodwill.<sup>3</sup> Nahezu jeder Großkonzern verzeichnete in den letzten Jahren steigende Goodwillbuchwerte und auf der Aktivseite vieler Unternehmen ist der Goodwill mittlerweile der dominierende Bilanzposten. Doch wie lässt sich diese Entwicklung erklären? Neben unternehmensspezifischen Besonderheiten, lassen sich als die folgenden Trends und Faktoren als wesentliche Ursachen anführen:

1. Ganz wesentlich ist diese Entwicklung Ausdruck des **Wandels von der Industrie- zur Dienstleistungs- und Technologiegesellschaft**. Immaterielle Werte wurden und werden mehr und mehr zentraler Treiber des Unternehmenswerts. Sachanlagen verlieren tendenziell an Bedeutung, was sich auch in nachlassenden Realinvestitionen ausdrückt (siehe Abbildung 2 im Anhang).
2. Die **M&A-Aktivität** der Unternehmen in Europa ist seit der Finanzkrise kräftig gestiegen. Wie Abbildung 2 im Anhang verdeutlicht, konnten zuletzt sowohl hinsichtlich

<sup>1</sup> Konzerngeschäftsbericht Bayer 2016, S. 131.

<sup>2</sup> Siehe exemplarisch Stork et al. (2015): “10 Years Impairment-Only Approach. Stakeholders’ Perceptions and Researchers’ Findings und Gundel et. al (2014): „Wider dem Impairment-Only-Approach oder die Goodwillblase wächst“, KoR.

<sup>3</sup> Siehe hierzu Flossbach von Storch Research Institute (2017) „Bilanzielles Big Picture im Niedrigzinsumfeld“, abrufbar unter: [http://www.fvs-ri.com/files/17.02.06\\_bilanziertes\\_big\\_picture\\_im\\_niedrigzinsumfeld.pdf](http://www.fvs-ri.com/files/17.02.06_bilanziertes_big_picture_im_niedrigzinsumfeld.pdf).



der Transaktionsanzahl als auch bezüglich des durchschnittlichen Dealvolumens historische Höchstwerte beobachtet werden. Unternehmen sehen in akquisitorischem gegenüber organischem Wachstum offenbar größere Chancen.

3. Dies belegen auch die aktuellen Daten des Bank Lending Surveys der EZB, die zeigen, dass M&A-Überlegungen bei der Kreditnachfrage bei den Unternehmen im Euroraum seit längerem eine gewichtigere Rolle spielen als Kredite für Realinvestitionen (Abbildung 3 im Anhang). Unzweifelhaft haben die seit einigen Jahren **historisch günstigen Finanzierungsbedingungen** die Übernahmeaktivität zusätzlich befeuert.
4. Die internationalen **Bilanzierungsregeln** sehen für den Goodwill im Rahmen der Folgebewertung eine Sonderbehandlung vor. Anders als die meisten Vermögenswerte wird der Goodwill nicht planmäßig, sondern lediglich außerplanmäßig abgeschrieben. Der Goodwill bleibt in seinem Wertansatz so lange unverändert, bis ein jährlich durchzuführender Impairment-Test einen Wertminderungsbedarf aufzeigt. Dieser ist vereinfacht ausgedrückt – dann gegeben, wenn die Summe der diskontierten erwarteten Cashflows, die der neue Unternehmensteil, dem ein Goodwill zugeordnet wurde, zu erzielen vermag, kleiner ist als der bilanziell ausgewiesene Wert. De facto ergeben sich hieraus bilanzielle Ermessensspielräume, denn die Daten, die in diese Kalkulationen eingehen, bleiben für den Bilanzleser weitestgehend intransparent.

## Empirische Auswertung

Die Analyse umfasst alle zum Stichtag 31.03.2017 im Index Stoxx Europe 600 enthaltenen Unternehmen. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 2005 bis 2016.

Die in den Bilanzen der 600 betrachteten Unternehmen ausgewiesenen Goodwills belaufen sich in der Summe zum Ende des Geschäftsjahres 2016 auf 1.862 Mrd. Euro (Abbildung 1 links und Tabelle 1). Dies entspricht gegenüber dem Ausgangsjahr 2005 einer Steigerung von ca. 800 Mrd. Euro bzw. 7,5 % pro Jahr. Im Durchschnitt wiesen die Unternehmen zuletzt somit ca. 3,1 Mrd. Euro an Geschäfts- oder Firmenwerten aus.<sup>4</sup> Insbesondere der relative Vergleich des Goodwills im Verhältnis zum Gesamtvermögen bzw. zum Eigenkapital macht den Bedeutungszuwachs der Bilanzposition deutlich (Tabelle 2). Während sein Anteil am Gesamtvermögen auf Basis des Medians von etwa 6 % im Jahr 2005 auf zuletzt 10 % angestiegen ist, machte der Goodwill zuletzt ca. 30 % des Eigenkapitals aus, was einer Steigerung von etwa 8 Prozentpunkten gegenüber dem Jahr 2005 entspricht.

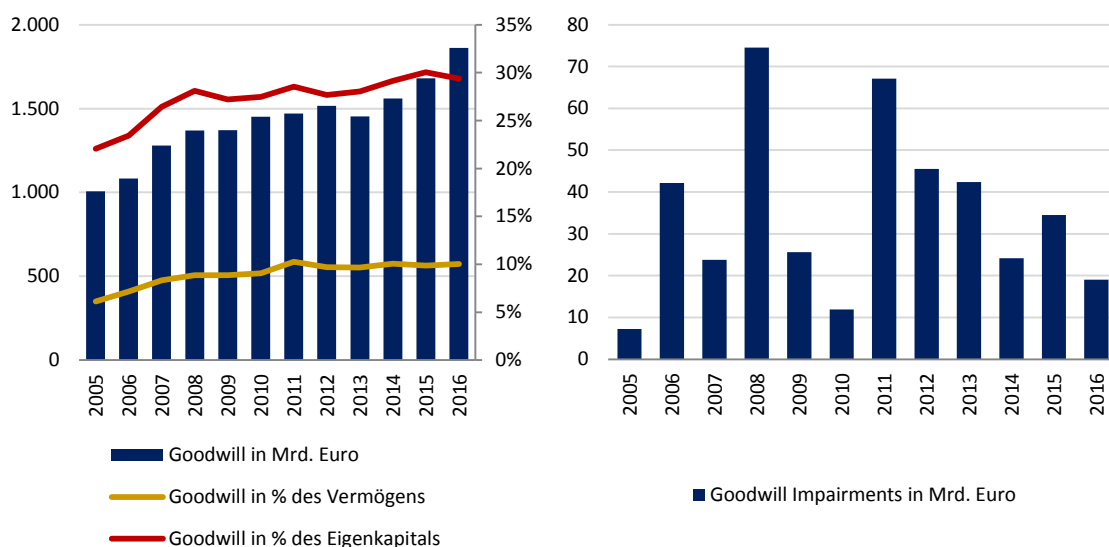
Wie oben bereits angeführt, wurde das starke Goodwillwachstum durch sehr geringe Goodwill-Impairments unterstützt, wie Abbildung 1 (rechts) verdeutlicht. So waren einzig in den Jahren 2008 und 2011 deutlichere Wertminderungen feststellbar, allerdings waren selbst diese im Vergleich zur Goodwillhöhe überschaubar. Setzt man die jeweiligen Wertminderungen ins Verhältnis zum ausgewiesenen Goodwill, so ergibt sich im Durchschnitt eine implizite Nutzungsdauer des Goodwills von etwa 60 Jahren.

---

<sup>4</sup> Allerdings wird das Gesamtbild von einigen großen Unternehmen stark beeinflusst, wie der Median zeigt, der mit 1,1 Mrd. deutlich unter dem Durchschnittswert liegt. Allerdings fallen die sich auf Basis des Medians ergebenden Wachstumsraten noch deutlich größer aus (33,5 % p.a.).



Abbildung 1: Goodwill in Mrd. Euro und in % des Vermögens bzw. Eigenkapitals (links) sowie Goodwill-Wertminderungen in Mrd. Euro (rechts)



Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Juli 2017.

Diese Annahme ist jedoch wenig plausibel und würde seitens des Managements sehr viel Weitblick bei einer Unternehmenstransaktion erfordern. Nicht umsonst geht beispielsweise das deutsche Handelsrecht von einer wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Geschäfts- oder Firmenwerts von 10 Jahren aus, sofern diese Nutzungsdauer nicht verlässlich bestimmt werden kann.<sup>5</sup>

Der Aufwärtstrend des Goodwills wird durch eine gleichgerichtete Entwicklung über nahezu alle Branchen und Unternehmen hinweg getragen (Tabelle 1). So sind in neun der zehn betrachteten Sektoren die Geschäfts- oder Firmenwerte deutlich angestiegen. Lediglich im Sektor „Telecommunications“ gingen die ausgewiesenen Werte von 229 Mrd. Euro auf 199 Mrd. Euro leicht zurück. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen bereits zur Jahrtausendwende große Übernahmen getätigt haben, die den Bilanzposten Goodwill haben in die Höhe schießen lassen.

Prozentual fällt der Anstieg im Sektor „Technology“ am größten aus, allerdings sind die zuletzt ausgewiesenen Werte mit 68 Mrd. absolut gesehen vergleichsweise gering. Der absolut betrachtet größte Zuwachs war im Sektor „Consumer Goods“ zu verzeichnen. Hier sind die ausgewiesenen Goodwills von 124 Mrd. Euro auf 413 Mrd. Euro gestiegen. Allerdings geben die absoluten Werte aufgrund der sehr heterogenen Unternehmensgröße bzw. Anzahl der Unternehmen innerhalb der betrachteten Branchen nur eine Indikation über den Bedeutungszuwachs innerhalb einer Branche.

Um eine Aussage über die bilanzielle Relevanz treffen zu können, ist es vielmehr zielführend, die Relationen von Goodwill zu Gesamtvermögen bzw. Goodwill zu Eigenkapital zu betrachten (Tabelle 2). Aus dieser Betrachtung geht hervor, dass der Goodwill in den Sektoren „Technology“, „Healthcare“, „Consumer Services“ und „Telecommunications“ eine herausragende Stellung einnimmt. So machte der Goodwill in diesen Industrien zuletzt etwa ein Viertel des Gesamtvermögens bzw. weit mehr als die Hälfte

<sup>5</sup> § 253 (3) HGB.



**Tabelle 1: Goodwill in Mrd. Euro im Untersuchungszeitraum nach Branchen**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Gesamt</b>	<b>1.007</b>	<b>1.084</b>	<b>1.279</b>	<b>1.369</b>	<b>1.372</b>	<b>1.452</b>	<b>1.470</b>	<b>1.516</b>	<b>1.453</b>	<b>1.560</b>	<b>1.681</b>	<b>1.862</b>
Basic Materials	26	47	62	71	68	71	71	71	73	84	90	101
Consumer Goods	124	131	154	203	211	215	238	274	272	299	325	413
Consumer Services	117	117	125	136	133	138	139	149	141	141	164	181
Financials	213	235	326	290	279	293	273	267	239	245	251	241
Healthcare	60	70	79	90	93	116	129	137	134	157	189	211
Industrials	146	169	197	210	207	220	235	252	250	261	287	302
Oil & Gas	21	19	20	21	22	23	29	25	25	23	26	37
Technology	9	11	16	25	24	31	32	37	38	50	58	68
Telecommunications	229	222	206	213	205	217	195	181	159	181	179	199
Utilities	62	62	93	109	132	128	129	124	124	120	114	108

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Juli 2017.

**Tabelle 2: Relation von Goodwill zu Gesamtvermögen bzw. Eigenkapital in % im Untersuchungszeitraum nach Branche**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Gesamt</b>	<b>6,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
Basic Materials	5,1	5,8	7,6	8,9	8,1	8,2	9,0	8,2	8,4	8,2	8,9	8,6
Consumer Goods	9,8	12,4	12,6	14,1	13,3	12,3	13,3	12,2	12,5	13,0	12,5	12,3
Consumer Services	13,9	14,2	17,5	16,5	19,2	18,0	18,5	19,1	18,8	20,6	23,2	24,5
Financials	0,5	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Healthcare	12,0	13,2	16,6	15,3	17,5	21,1	22,0	21,7	22,1	21,6	22,6	25,2
Industrials	14,7	16,4	18,3	18,6	19,5	19,2	18,7	18,4	17,8	17,6	18,2	20,0
Oil & Gas	1,2	2,4	2,1	3,1	2,8	3,0	2,9	2,4	3,0	1,8	1,5	2,0
Technology	10,4	10,5	13,8	19,0	19,2	31,6	30,3	31,2	27,9	26,6	30,3	29,1
Telecommunications	20,7	26,1	28,5	28,2	29,1	27,2	24,9	25,0	23,8	25,1	24,8	24,4
Utilities	3,5	3,8	3,9	4,7	6,1	5,8	6,1	6,2	7,5	6,9	5,0	5,6
<b>Gesamt</b>	<b>22,0</b>	<b>23,4</b>	<b>26,4</b>	<b>28,1</b>	<b>27,2</b>	<b>27,5</b>	<b>28,5</b>	<b>27,7</b>	<b>28,0</b>	<b>29,1</b>	<b>30,1</b>	<b>29,4</b>
Basic Materials	11,4	12,7	16,3	17,7	18,1	15,7	17,6	16,4	17,9	18,4	18,2	17,0
Consumer Goods	23,6	28,5	27,7	34,2	34,0	28,5	33,3	31,4	30,1	33,0	33,6	32,3
Consumer Services	39,7	57,5	56,1	54,8	54,4	48,4	55,2	55,5	54,0	55,2	60,9	58,8
Financials	7,9	8,2	8,5	9,0	8,0	7,5	8,4	8,0	7,6	7,5	7,2	6,0
Healthcare	20,8	25,0	30,9	33,1	32,7	41,5	44,7	46,5	42,5	50,5	52,2	56,8
Industrials	52,1	53,4	58,9	66,1	60,4	57,9	58,4	58,3	58,0	57,8	57,8	59,5
Oil & Gas	4,1	4,1	3,9	7,3	7,0	8,6	9,2	7,7	7,2	5,2	6,1	5,8
Technology	24,9	17,9	21,6	38,4	34,7	44,9	46,4	48,5	48,7	43,0	57,5	58,5
Telecommunications	59,6	64,2	74,9	93,0	84,9	76,6	74,2	76,5	70,8	72,7	68,6	80,0
Utilities	9,5	13,0	15,2	25,8	28,5	26,9	25,2	24,6	23,8	23,5	24,8	22,7

\*Falls ein Unternehmen in einem Jahr innerhalb des Beobachtungszeitraums negatives Eigenkapital auswies, so wurde das Unternehmen bei der Berechnung der Goodwill/Eigenkapital-Relation aus der Medianermittlung entfernt.

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Juli 2017.



des Eigenkapitals aus. Für den Sektor „*Telecommunications*“ lag der Median der Relation von Goodwill zu Eigenkapital gar bei 80 %.

Dass der Goodwill in Abhängigkeit der betrachteten Industrie in seiner Relevanz variiert ist nicht verwunderlich. So ist der Goodwill im Finanzsektor und im Energiebereich meist von geringer Relevanz, da die Geschäftsmodelle in diesen Industrien von einer hohen Sachanlagenintensität bzw. einem hohen Anteil von Finanzforderungen und –verbindlichkeiten geprägt sind. Demgegenüber wird der künftige Cashflow in den Sektoren „*Healthcare*“ und „*Technology*“ in bedeutendem Maße von den in der Forschung befindlichen Präparaten und Technologien oder einem hochqualifiziertem Entwicklerteam, kurzum durch das künftige Gewinnpotenzial, bestimmt. Sofern dieses auf Seiten des übernommenen Unternehmens bislang gar nicht in Form einzelner Vermögenswerte bilanziert war und beim Käuferunternehmen ebenso nicht einzeln als solches erfasst wird, geht dieses Zukunftspotenzial unter dem Sammelposten Goodwill in der Bilanz auf.<sup>6</sup>

Während die unterschiedlich hohe Relevanz des Goodwills wenig verwunderlich ist, so ist die unterschiedliche Dynamik, mit der sich der Goodwillbestand branchenspezifisch entwickelt, doch recht beeindruckend. So hat sich die Relation von Goodwill zum Gesamtvermögen im Sektor „*Technology*“ binnen 11 Jahren verdreifacht und im Sektor „*Healthcare*“ verdoppelt. Es scheint also, als ob die Geschäftsmodelle innerhalb dieser Branchen zunehmens von nicht bilanzierungsfähigen Werten bestimmt werden. Demgegenüber zeigt

sich einzig im Sektor „*Financials*“ gar ein leichter Bedeutungsverlust des Goodwills.

Wie zuvor beschrieben wurde ist das Goodwillwachstum auch auf den Umstand zurückzuführen, dass die in der Praxis beobachtbaren Wertminderungen eine Ausnahmeerscheinung sind. Die in Abbildung 1 (rechts) ausgewiesenen Abschreibungen, belaufen sich in der Summe über die Jahre 2005 bis 2016 auf insgesamt 418 Mrd. Euro. Dies mag zunächst nach einem stattlichen Wert klingen, ist in Anbetracht der turmhohen Goodwillbestände und der langen Zeitspanne jedoch eher eine homöopathische Größe. Würde man lineare Wertminderungen zugrunde legen und unterstellen, dass die Nutzungsdauer des Goodwills zehn Jahre beträgt, so käme man für die betrachteten Unternehmen im Untersuchungszeitraum auf einen Abschreibungsaufwand von etwa 1.570 Mrd. Euro. Die europäischen Unternehmen sind also durch die seit dem Jahr 2004 geltenden Regelungen massiv entlastet worden.

Da der Goodwill wie aufgezeigt branchenspezifisch von sehr heterogener Bedeutung ist, liegt es nahe, dass die betrachteten Branchen unterschiedlich stark von dem Wegfall der vormals zwingend vorzunehmenden planmäßigen Abschreibungen profitiert haben. Hierbei gilt: Je höher der ausgewiesene Goodwill im Verhältnis zum Eigenkapital ist, desto größer ist auch der Entlastungseffekt. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass der Belastungseffekt bei einer Wiedereinführung planmäßiger Abschreibungen mit zunehmender Relevanz des Goodwills ebenso stärker ausfällt.

---

<sup>6</sup> Siehe zur Technik der Goodwillbestimmung Flossbach von Storch Research Institute: „Die Goodwill-Blase“ (2015), abrufbar unter: [http://www.fvs-ri.com/files/die\\_goodwill-blase.pdf](http://www.fvs-ri.com/files/die_goodwill-blase.pdf)



**Tabelle 3: Jährlicher Effekt simulierter Goodwill-Abschreibungen auf das Eigenkapital (Median)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Gesamt</b>												
Basic Materials	1,2	1,1	1,5	1,5	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5
Consumer Goods	1,5	1,9	1,8	2,9	2,7	2,5	3,2	2,9	2,6	3,0	3,0	2,9
Consumer Services	3,9	5,0	5,2	5,4	4,8	4,3	4,4	5,0	4,8	4,7	5,2	5,2
Financials	0,8	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
Healthcare	2,2	2,1	2,5	3,0	2,9	3,7	4,1	4,3	3,8	4,8	4,7	5,1
Industrials	5,0	4,6	5,4	5,5	5,3	5,1	4,7	4,7	4,8	5,3	5,3	5,5
Oil & Gas	0,3	0,2	0,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6
Technology	1,8	1,4	2,0	4,1	3,6	4,6	4,2	4,8	5,5	5,4	5,8	7,1
Telecommunications	6,3	6,4	7,8	9,1	7,9	7,8	7,8	7,8	7,3	7,5	7,6	7,2
Utilities	1,1	1,1	1,8	2,6	2,9	2,9	2,7	2,9	2,4	2,5	2,3	2,3

Quelle: Geschäftsberichte, Thomson Reuters Datastream, Flossbach von Storch Research Institute, Stand Juli 2017.

Tabelle 3 weist die simulierten Effekte einer retrospektiv unterstellten planmäßigen Abschreibung auf das ausgewiesenen Eigenkapital aus. Während die Effekte für die Sektoren „*Financials*“ und „*Oil & Gas*“ ob der vergleichsweise geringen Bedeutung des Goodwills jährlich weniger als ein Prozent des Eigenkapitals ausmachen, können für die Sektoren „*Healthcare*“, „*Technology*“ und „*Telecommunications*“ für das jüngste Geschäftsjahr Effekte zwischen 5,1 % und 7,2 % beobachtet werden. Für den Sektor „*Telecommunications*“ beläuft sich der Gesamteffekt über die betrachteten 12 Jahre auf Basis des Medians auf gut 90 % des Eigenkapitals.<sup>7</sup> Dies bedeutet, dass bei einer unterstellten Fortführung der vormals verpflichtenden planmäßigen Abschreibung bei einer Nutzungsdauer von zehn Jahren nahezu das gesamte Eigenkapital in diesem Sektor durch Wertminderungen aufgezehrt worden wäre. Dies legt die Vermutung nahe, dass Kapitalerhöhungen

für das ein oder andere Unternehmen innerhalb dieser Branche unausweichlich gewesen wären, was wiederum die Ergebnisse und somit die Aktienkurse verwässert hätte.

Zwar handelt es sich um eine vergangenheitsorientierte Simulation, deren Ergebnis sich nicht in die Zukunft fortschreiben lässt, doch sollte man sich vor Augen halten, dass Wertminderungen früher oder später vorgenommen werden müssen, da der Vermögenswert Goodwill per definitionem von begrenzter Nutzungsdauer ist. Der Wertminderungskonzeption folgend, wird dies zu einer Zeit geschehen (müssen), in der sich die Unternehmen ohnehin in einer angespannten wirtschaftlichen Lage befinden. Denn wenn sich die Cashflowprognosen im Zuge einer aufkommenden Krise eintrüben, dürften viele Unternehmen um Wertminderungen nicht herumkommen. Doch blieben diese selbst während der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 aus, was den kritischen Bilanzleser nur verwundern kann und errahnen lässt, dass auch bei kommenden Krisen nur zögerlich abgeschrieben werden dürfte. Die Beobachtung, dass

<sup>7</sup> Das jeweilige arithmetische Mittel liegt für alle betrachteten Gruppen deutlich über dem Median, so dass ersichtlich wird, dass der Effekt für manche Unternehmen deutlich stärker ausgeprägt ist.



unabhängig von der wirtschaftlichen Situation im Zuge eines Wechsels an der Vorstandsspitze deutlich häufiger und umfassender abgeschrieben wird, nährt den Verdacht, dass durchaus Ermessensspielräume bestehen, die nur allzugern zu bilanzpolitischen Zwecken ausgenutzt werden.

### **Fazit**

In den Bilanzen der 600 größten europäischen Unternehmen türmt sich ein Goodwillbestand in Rekordhöhe auf. Dies ist Resultat einer Gemengelage aus mangelnden Realinvestitionsalternativen, niedrigen Zinsen und teils auch ermessensbehafteten Rechnungslegungsregeln. Sicherlich ist auch der kontinuierliche Bedeutungszuwachs immaterieller Werte für die Wertschöpfung im fortwährenden Wandel von der Industrie- zur Dienstleistungs- und Wissensgesellschaft innerhalb der letzten Dekaden ein wesentlicher Erklärungsfaktor.

Mit der zunehmenden Bedeutung dieser nicht greifbaren Werte drängt sich aus Aktionärssicht die Frage nach der Werthaltigkeit des Goodwills auf. Derzeit werden die Bewertungen über robustes Wirtschaftswachstum und tiefe Zinsen getragen. Ob bestehende Bewertungspuffer

bzw. Ermessensspielräume ausreichen, um die Wertansätze bei einem Abkühlen der wirtschaftlichen Dynamik oder gar bei einer Zinswende zu gewährleisten, muss bezweifelt werden. Dies hätte theoretisch signifikante außerplanmäßige Abschreibungen zur Folge. Doch waren diese auch inmitten der Finanzkrise die Ausnahme.

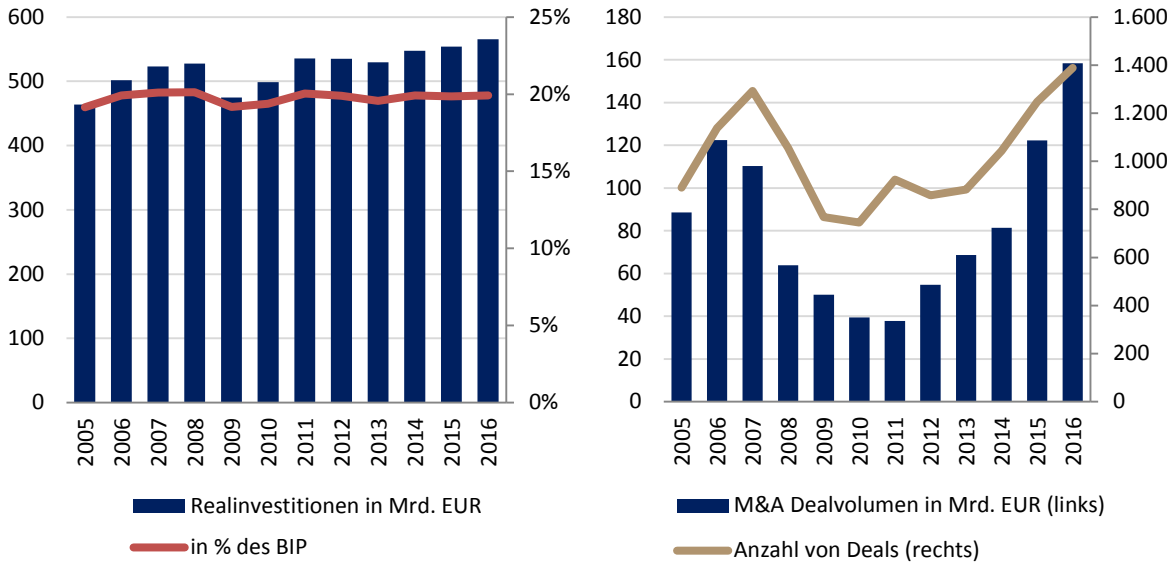
Doch welche Alternativen bieten sich vor dem Hintergrund der bemängelten Intransparenz der Werthaltigkeitsprüfungen? Sicherlich ist auch die Schätzung einer erwarteten Nutzungsdauer des Goodwills durch das Management ermessensbehaftet und die Vorgabe einer einheitlichen Nutzungsdauer des Goodwills willkürlich. Der Impairment-Only Ansatz erscheint daher im Sinne einer „fair-value“-Rechnungslegung als geeignet. Doch muss die Transparenz massiv gestärkt werden, etwa indem dem Bilanzadressat darüber aufgeklärt wird, für welche konkreten Ertragspotenziale Prämien bezahlt wurden und welche Wachstumsannahmen den Kalkulationen zugrunde liegen. Andernfalls droht ein nachhaltiger Glaubwürdigkeitsverlust der Finanzberichte, der dadurch entsteht, dass Goodwillbestände scheinbar endlos fortgeschrieben werden. Gerade weil Reputation und Vergütung des Managements häufig anhand der Ertragsentwicklung beurteilt werden, lässt sich genau dies beobachten.





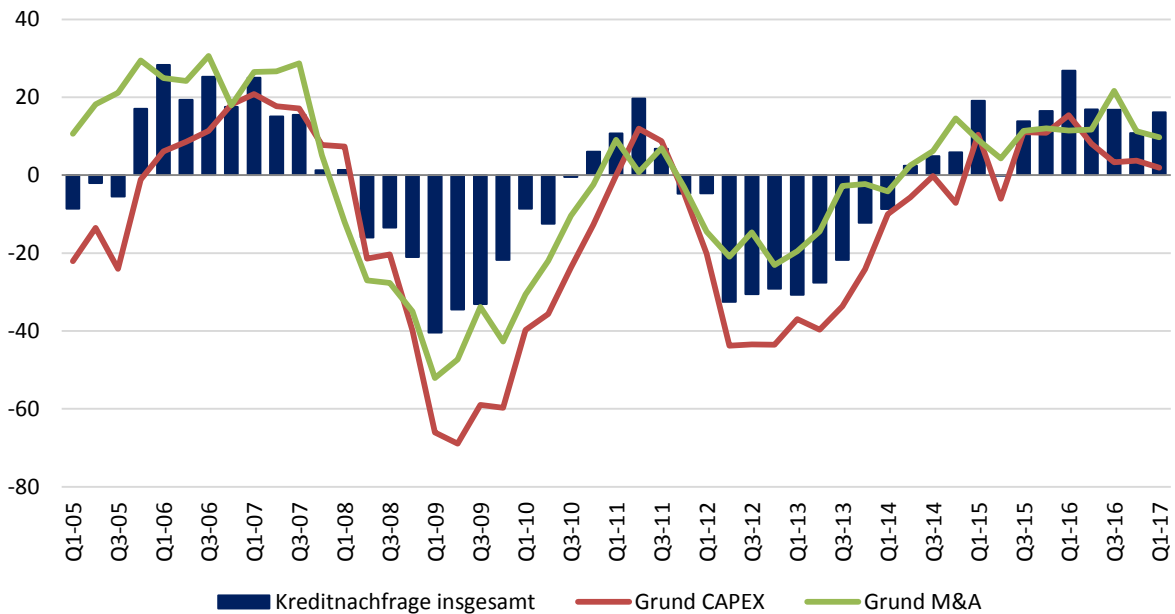
## Appendix

Abbildung 2: Realinvestitionen und M&A Aktivität deutscher Unternehmen



Quelle: Bloomberg, Stand Juli 2017.

Abbildung 3: European Bank Lending Survey



Quelle: European Central Bank, abrufbar unter:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html), letzter Abruf: 05.07.2017



## 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.

**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**

© 2017 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* 03. Juli 2017