

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q3

2023

Inhalt

Rechtsprechung

Maßgeblichkeit der NAV-Methode

Basiszinssatz

Inverse Zinsstruktur

Bewertungsmethode

Modifiziertes Ertragswertverfahren

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Ermittlung einer angemessenen Barabfindung nach der NAV-Methode – BayObLG, Beschluss v. 23.08.2023, 101 W 184/21

Das BayObLG hat mit dem Beschluss vom 23.08.2023 (101 W 184/21) im Rahmen eines Spruchverfahrens entschieden, dass zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung bei einer vermögensverwaltenden Gesellschaft die NAV-Methode zulässig sei. Dem BayObLG folgend handele es sich bei der NAV-Methode um eine anerkannte, in der Praxis gebräuchliche und für den konkreten Bewertungsanlass geeignete, fachgerechte Bewertungsmethode. Im konkret zu entscheidenden Fall sei nach Auffassung des BayObLG der Bewertung nach der NAV-Methode gegenüber einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren der Vorzug zu geben. Mit dem Beschluss vom 23.08.2023 unterstreicht das BayObLG die Akzeptanz der NAV-Methode in der Rechtsprechung.

Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft resultiert vor allem aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in deren Marktwerten zum Ausdruck komme. Ausgehend hiervon ergebe sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der Verkehrswerte ihrer Kapitalanlagen zuzüglich des Werts sonstiger Vermögensgegenstände und abzüglich des Gegenwartswerts der Verbindlichkeiten. So gesehen handele es sich um eine modifizierte Ertragsbewertung, bei der die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft angemessen berücksichtigt werden. Bei der Anwendung der NAV-Methode ist jeder Vermögensgegenstand gesondert zu betrachten, wobei die Einzelbewertung nach der Methode erfolgen kann, die jeweils passend erscheint.

Um keine verkehrsfähigen Vermögenswerte handelt es sich nach Ansicht des BayObLG bei steuerlichen Verlustvorträgen, sodass diese anders als beim Ertragswertverfahren bei der NAV-Methode nicht als Sonderwert o.Ä. zu berücksichtigen sind. Dies beruhe auf dem konzeptionellen Unterschied der beiden Methoden.

Im Rahmen der Bewertung nach der NAV-Methode ist der Barwert der künftigen Verwaltungskosten wertmindernd zu berücksichtigen. Zu dem Einwand der Beschwerdeführer, die Verwaltungskosten des Bewertungsobjekts seien nicht in Abzug zu bringen, weil die Verwaltungskosten bereits in den Marktwerten der einzelnen Vermögensgegenstände berücksichtigt worden seien, führt das BayObLG aus, dass die Auffassung der Beschwerdeführer verkennt, dass die auf Gesellschaftsebene anfallenden, nicht auf einzelne Assets bezogenen Verwaltungskosten sich in den Marktwerten der einzelnen Kapitalanlagen – anders als die jeweiligen objektbezogenen Verwaltungskosten – nicht wertmindernd niederschlagen.

Weitere Rechtsprechung

FG Düsseldorf, 4 K 1832/20 F, 02.11.2022
Gemeiner Wert der Anteile an Familien-Holding – Ableitung aus Verkäufen unter fremden Dritten – Zuordnung zum gewöhnlichen Geschäftsverkehr bei Verfügungsbeschränkung



Bedeutung einer inversen Zinsstrukturkurve

Die Zinsstrukturkurve des Basiszinssatzes spielt eine entscheidende Rolle bei der Bewertung von Unternehmen und der Analyse der aktuellen wirtschaftlichen Situation. Der Basiszinssatz dient dabei als Maßstab für eine risikofreie und fristäquivalente Alternativanlage zur Investition in ein zu bewertendes Unternehmen. In Deutschland werden dafür Anleihen der öffentlichen Hand, insbesondere Bundesanleihen, herangezogen, da sie als weitgehend risikofrei gelten.

Die Zinsstrukturkurve wiederum zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und den Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Aus dieser Kurve lassen sich die fristäquivalenten Zerobondfaktoren ableiten, die eine Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Eine Zinsstrukturkurve kann in verschiedenen Formen auftreten, die jeweils wichtige Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer und die wirtschaftliche Lage liefern. Eine normale Zinsstrukturkurve zeigt einen steigenden Verlauf, während eine flache Kurve konstante Zinssätze für verschiedene Laufzeiten aufweist. Eine inverse Zinsstrukturkurve hingegen tritt auf, wenn die Zinssätze für kürzere Laufzeiten höher sind als für längere Laufzeiten.

Besonders interessant ist ein flacher oder fallender Verlauf der Kurve. Ein etablierter Grundsatz besagt, dass eine Inversion, bei der langfristige Zinsen unterhalb der kurzfristigen liegen, ein Signal für eine bevorstehende Rezession sein kann.

Im Zeitraum zwischen Januar 2012 und Januar 2023 lag der Zinssatz mit einer Laufzeit von 30 Jahren über dem Zinssatz mit einer Laufzeit von 2 Jahren. Dies entspricht einer normalen Zinsstrukturkurve, denn die langfristigen Zinssätze liegen über den kurzfristigen Zinssätzen. Seit Anfang 2023 ist erkennbar, dass die kurzfristigen Zinssätze über den langfristigen Zinssätzen liegen. Dieser Verlauf wird als eine inverse Zinsstrukturkurve bezeichnet. Möglicherweise wurde diese Entwicklung durch den anhaltenden weltweiten Preisdruck seit Ende 2021 und den Rückgang der privaten Konsum- und Investitionsausgaben verursacht. Eine weitere mögliche Ursache für eine inverse Zinsstrukturkurve könnte die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sein, welche die Zinsen aufgrund der steigenden Inflation seit dem Jahr 2022 stark angehoben hat. Die Geldpolitik der EZB und die weitere Entwicklung der Zinsstrukturkurve werden weiterhin beobachtet werden müssen, um die potenziellen Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung besser einschätzen zu können. Fest steht aber bereits jetzt, dass die aktuelle inverse Zinsstrukturkurve als Warnhinweis mit Blick auf die Planung der künftigen Entwicklung des betreffenden Unternehmens nicht ignoriert werden sollte.

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2022, CF, 07-08/2023, S. 204-210



Modifiziertes Ertragswertverfahren

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren zeichnet sich das modifizierte Ertragswertverfahren durch eine Begrenzung des Kapitalisierungszeitraums aus und erfordert daher eine zusätzliche Berücksichtigung des Substanzwerts. Wenn das Bewertungsobjekt weitergeführt werden soll (nach dem Going-Concern-Prinzip), setzt sich der Wert nach dem modifizierten Ertragswertverfahren aus zwei Komponenten zusammen: dem Substanzwert (materieller Unternehmenswert) und dem ideellen Wert bzw. Ertragswert (immaterieller Unternehmenswert) zum Bewertungsstichtag.

In der Rechtsprechung wird das modifizierte Ertragswertverfahren als angemessen betrachtet, wenn es um die Bewertung von inhabergeführten und freiberuflichen Unternehmen geht. Es wird für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) als geeignete, marktadäquate und rechtsnormkonforme Unternehmensbewertungsmethode anerkannt.

Der Substanzwert basiert auf der Fortführungsannahme, indem er die Rekonstruktion des zu bewertenden Unternehmens durch Wiederbeschaffung der hierfür erforderlichen Substanz fingiert. Durch die Rekonstruktion der einzelbewertungsfähigen Güter und Schulden zum Bewertungsstichtag spiegelt der Substanzwert folglich den (tagesaktuellen) Wert der vorgeleisteten Ausgaben inkl. der stillen Reserven und Lasten wider. Der Substanzwert bestimmt sich daher auf Basis des vom Bewertungsobjekt zum Bewertungsstichtag gehaltenen Vermögens abzüglich der vorhandenen Schulden.

Der ideelle Wert eines Unternehmens wird nach dem Ertragswertverfahren ermittelt. Bei der Anwendung des modifizierten Ertragswertverfahrens wird zunächst eine Analyse der Vergangenheit durchgeführt, um eine betriebswirtschaftliche Basis zu ermitteln, die auf dem operativen Gewinn basiert. Die Erkenntnisse aus dieser Berechnungsbasis werden in die Prognose zukünftiger, nachhaltig übertragbarer Überschüsse einbezogen. In jedem Prognosejahr wird die Ertragsteuerbelastung von den ermittelten zukünftigen Überschüssen abgezogen, um eine Zeitreihe der zukünftigen Nettoüberschüsse zu erhalten.

Die bereinigten zukünftigen Einnahmeüberschüsse, auch als prospektive Übergewinne bezeichnet, werden anschließend um einen typisierten Ertragsteuersatz reduziert. Die erzielten Ergebnisse entsprechen den zukünftigen Ertragserwartungen nach Steuern. Entscheidend ist nun, für welchen Zeitraum die zukünftigen Netto-Einnahmeüberschüsse berücksichtigt werden sollen, die unmittelbar der zu bewertenden Praxis zugeordnet werden können. Diese zukünftigen Netto-Einnahmeüberschüsse werden zum Bewertungsstichtag abgezinst, wobei die Zinsfaktoren für die Diskontierung entsprechend dem Ergebniszeitraum festgelegt werden.

Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Äquivalenzprinzipien und Bruttomethode vs. Nettomethode, StuB, 13/2023, S. 548-549



Literatur

Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Äquivalenzprinzipien und Bruttomethode vs. Nettomethode, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), 13/2023, S. 548-549

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2022, Corporate Finance (CF), 07-08/2023, S. 204-210

Zwirner/Zimny

Bilanzielle Bewertung von (risikobehafteten) Forderungen, BGH-Urteil vom 9.2.2023 – III ZR 117/20, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC), 5/2023, S. 205-206

Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Bewertungsanlass und Rückschaufehler, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), 08/2023, S. 349-350

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Deutsche Bundesbank erhöht den Basiszins nach § 247 BGB auf 1,62 % zum 1.1.2023, Auswirkungen auf Verzugszinsen nach § 288 BGB sowie mögliche steuerliche Folgen und handelsrechtliche Berichtspflichten, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC), 2/2023, S. 62-63

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Bilanzierung und Berichterstattung im handelsrechtlichen Abschluss und Lagebericht vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsraten, Die Wirtschaftsprüfung (WPg), 3/2023, S. 117-123

Veranstaltungen

Termin

Thema

10.10.2023

Einzelfragen zur Konzernrechnungslegung

12.10.2023

Mandantenveranstaltung Kleeberg

23.11.2023

Aktuelles Steuer- und Bilanzrecht

i

Für Mandanten und Interessierte:

Profitieren Sie von unseren Bewertungsleistungen. Mit der **Kleeberg Valuation Services GmbH** bündeln wir unsere Expertise zu sämtlichen Fragen rund um die Unternehmensbewertung. Besuchen Sie uns gerne auf www.kleeberg-valuation.de oder kontaktieren Sie uns direkt.

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Neuauflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

www.handbuch-unternehmensbewertung.de



Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:

www.kleeberg-valuation.de

www.unternehmensbewertung.de

www.kleeberg.de

unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de

Hier finden Sie die aktuellen Kleeberg-Rundschreiben:



Hier finden Sie die aktuellen Publikationen zur Unternehmensbewertung:



Dr. Kleeberg & Partner GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft

Member Crowe Global

München

www.kleeberg.de

Die vorliegende Publikation dient der Information unserer Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Manuskriptfertigstellung. Aufgrund künftiger Entwicklungen können Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen in dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung umgesetzt werden.

© 09/2023. Herausgeber dieses Druckwerks ist die Dr. Kleeberg & Partner GmbH, München. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in diesem Druckwerk bei uns als Herausgeber und ggf. bei den Autoren liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z.B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung des Herausgebers und ggf. des Autors. Es ist Dritten nicht gestattet, das Druckwerk – auch auszugsweise – zu vervielfältigen.

Tax

Audit

Advisory

Legal

IT Audit

Valuation