

# VALUE

---

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q4

2023

## Inhalt

## Rechtsprechung

Planungsrechnung

## Kapitalkosten

Folgen der hohen Leitzinsen

## Bewertungsmethode

EBITDA-Multiple

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Rechtsprechung zur Planungsrechnung

Die für eine Unternehmensbewertung relevante Planungsrechnung unterliegt hohen Anforderungen. Auch in der jüngeren Rechtsprechung wurden die Anforderungen an eine bewertungsrelevante Planungsrechnung thematisiert.

Gemäß Entscheidung des OLG Karlsruhe vom 18.05.2015 (12a W 2/15) soll die von den Organen erstellte bzw. verabschiedete Planung grundsätzlich verwendet werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die von der Geschäftsführung erstellte Planung auf deren individuellen unternehmerischen Entscheidungen beruht. Das OLG Karlsruhe führt aus, dass die Planung der Geschäftsführung nicht angepasst werden darf, wenn sie auf realistischen Annahmen beruht und nicht widersprüchlich ist. Eingriffe in die Planung sind nur geboten, wenn Planungen der Gesellschaft offensichtlich unplausibel sind.

Das OLG München hat in seiner Entscheidung vom 09.04.2021 (31 Wx 142/19) Stellung zu den Planungsprämissen und Planzahlen in einem Spruchverfahren genommen.

Bei einem Spruchverfahren handelt es sich um ein rechtliches Verfahren, bei dem Minderheitsaktionäre die Höhe von Abfindungszahlungen bei Strukturmaßnahmen, wie beispielsweise einem Ausschluss von Minderheitsaktionären (sog. Squeeze-out), vor Gericht überprüfen lassen können. In diesem Zusammenhang muss das Gericht einen sachverständigen Prüfer zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung beauftragen.

Das OLG München hat ausgeführt, dass ein in einem Spruchverfahren urteilendes Gericht die zentralen Planungsprämissen und Planzahlen grundsätzlich selbst überprüfen muss und sich nicht nur auf die Schlussfolgerungen des sachverständigen Prüfers verlassen darf.

Für die Prüfung reicht es dabei nicht aus, wenn sich das urteilende Gericht ohne Beschreibung der relevanten Tatsachen auf die Schlussfolgerung des sachverständigen Prüfers, der die Planung als plausibel beurteilt, beschränkt.

Weiter darf das urteilende Gericht plausible Planannahmen der Gesellschaft nicht durch andere Annahmen, die ggf. für die Aktionäre günstiger sind, ersetzen. Darüber hinaus liegt die Planungshoheit bei der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens.

Beide Urteile konkretisieren die Verortung der Verantwortung bei der Erstellung der bewertungsrelevanten Planungsrechnungen bei den gesetzlichen Vertretern. Außerdem hat bei einem Spruchverfahren das verantwortliche Gericht die Verpflichtung, die Planungsrechnung selbständig zu überprüfen. Plausible Planungsannahmen dürfen zudem nicht durch andere ersetzt werden.

### Rechtsprechung

OLG Karlsruhe 12a W 2/15, 18.05.2015 – Plausibilität der Planungsrechnung

OLG München 31 Wx 142/19, 09.04.2021 – Planungsprämissen und Planzahlen im Spruchverfahren



## Folgen der hohen Leitzinsen

Aufgrund der Corona-Pandemie, des Ukraine-Kriegs und der damit einhergehenden wirtschaftlichen Folgen stieg die Inflationsrate ab Anfang des Jahres 2021 stark an und erreichte im Oktober 2022 ein bisheriges Rekordniveau von 10,4 % in Deutschland. Im Durchschnitt lag die Inflationsrate 2022 in Deutschland bei 6,9 % über dem Vorjahr. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat es sich zum Ziel gesetzt, die Inflation konstant auf 2,0 % zu halten. Um dieses Ziel zu erreichen, erhöhte die EZB seit 2022 zehn mal in Folge die Leitzinsen. Dies hatte u.a. auch Auswirkungen auf die Fremdfinanzierungskosten für Unternehmen und Privathaushalte. Private Haushalte bemerken den Anstieg der Fremdfinanzierungskosten, insbesondere bei der Vergabe von Krediten für die Immobilienfinanzierung. Unternehmen mit einer hohen Fremdkapitalquote, die Investitionen jahrelang günstig refinanzieren konnten, müssen sich bei bevorstehender Umschuldung künftig zu ungünstigeren Konditionen finanzieren. Stand November 2023 hat sich die dynamische Zinssituation etwas beruhigt. So hat die EZB am 26.10.2023 verkündet, dass sie erstmals nach zehn Erhöhungen in Folge den Leitzins unverändert belässt und somit eine Zinspause einlegt. Der Leitzins der EZB bleibt somit bei 4,5 % und befindet sich mit Blick auf die vergangenen Jahre weiterhin auf einem Rekordhoch. Weitere Erhöhungen sind jedoch nicht auszuschließen.

Der trotz Zinspause immer noch hohe Leitzins ist auch im Zusammenhang mit bewertungsrelevanten Fragestellungen zu bemerken. Noch im Januar 2022 lag der bewertungsrelevante risikolose Basiszins nach IDW S 1 bei 0,10 %. Zum 01.06.2023 ist der risikolose Basiszinssatz auf 2,50 % angestiegen. Zum 01.11.2023 beträgt der risikolose Basiszinssatz 2,75 % – mit weiter steigender Tendenz zum Jahresende. Die vorherigen Leitzinserhöhungen haben sich auf den risikolosen Basiszinssatz ausgewirkt. Es bleibt abzuwarten, welchen Einfluss die nun beschlossene Zinspause auf den Basiszinssatz haben wird. Insgesamt können die weiteren (Zins-)Entwicklungen für die Zukunft zum heutigen Zeitpunkt noch nicht abgeschätzt werden. Es ist aber davon auszugehen, dass sich das Zinsniveau in naher Zukunft nicht signifikant verändern wird. In der Folge werden auch die für Unternehmensbewertungen relevanten Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten weiter auf einem im Vergleich zu früheren Jahren hohen Niveau verbleiben. In der Praxis sind vor dem Hintergrund des hohen Zinsniveaus die Auswirkungen auf Bilanzierungs- und Bewertungsfragen sowie auf die angemessene Verzinsung bei zinsrelevanten Sachverhalten im Blick zu behalten.

### Zwirner/Zimny

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



## EBITDA-Multiple

Neben den kapitalwertorientierten Verfahren zur Unternehmensbewertung wie dem Ertragswertverfahren oder dem DCF-Verfahren werden in der Praxis meist zur Plausibilisierung der erhaltenen Ergebnisse Vergleichsverfahren in Form der Multiplikator-Methode verwendet.

Bei der Multiplikator-Methode wird auf Grundlage einer Vergleichsgröße (sog. Multiple) der Unternehmenswert abgeleitet. Der Multiple ergibt sich aus der Division des Unternehmenswerts (Nenner) eines vergleichbaren Unternehmens durch eine Bezugsgröße (Zähler) des zu bewertenden Unternehmens (z.B. EBIT, EBITDA, Umsatz, etc.). Ein hoher Multiple kann ein Indiz für eine Überbewertung des Unternehmens darstellen, während ein niedriges Verhältnis ein Indiz für eine Unterbewertung sein kann.

In der Praxis wird zwischen sog. Trading- und Transaction-Multiples unterschieden. Trading-Multiples basieren auf den Unternehmenswerten von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen. Transaction-Multiples unterscheiden sich in dem Sinne, dass die verwendeten Unternehmenswerte auf Transaktionspreisen basieren, die aus veröffentlichten Daten vergleichbarer M&A-Transaktionen stammen. Ein genereller Vorteil von Multiples ist deren einfache Berechnung, jedoch werden sie auch oft als zu pauschal kritisiert. Im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen sollten Multiples nur zur Plausibilisierung von kapitalwertorientierten Unternehmensbewertungen dienen.

Der EBITDA-Multiple ergibt sich aus der Division von Gesamtunternehmenswert durch EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Bei einem EBITDA von 10 Mio. EUR und einem Gesamtunternehmenswert von 70 Mio. EUR beträgt der EBITDA-Multiple somit 7,0x. Der Gesamtunternehmenswert (entity value) stellt den Wert vor Berücksichtigung der Kapital- und Vermögensstruktur dar, da das EBITDA eine operative Kennzahl ist, bei der Zinsen und Abschreibungen noch nicht abgezogen worden sind. Diese Eigenschaft des EBITDA wird oft als Vorteil genannt, da somit das EBITDA die operative Leistungsfähigkeit eines Unternehmens unabhängig von Finanz-, Investitionsentscheidungen und auch der steuerlichen Situation zeigt. Somit haben beispielsweise Steuersätze, Zinssätze sowie die Höhe der Abschreibungen und Amortisationen keinen Einfluss auf die Interpretation des EBITDA bzw. des EBITDA-Multiple. Gleichzeitig hat der EBITDA-Multiple jedoch keine Aussagekraft für eben die steuerliche Situation sowie die Kapital- und Vermögensstruktur oder den Eigenkapitalwert des Unternehmens (equity value). Zur Ermittlung des equity value muss vom entity value das verzinsliche Fremdkapital abgezogen werden.

### Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unkritische Übernahme der Planung und unzureichende Beachtung von Einmaleffekten, StuB, 18/2023, S. 751-752



## Literatur

### Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unkritische Übernahme der Planung und unzureichende Beachtung von Einmaleffekten (StuB), 18/2023, S. 751-752

### Zwirner/Zimny

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

### Zwirner/Zimny

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

### 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 Unternehmenssteuern 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

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

23.01.2024

Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung

24.01.2024

Bilanzierung und Steuern 2024

### 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](http://www.kleeberg-valuation.de) oder kontaktieren Sie uns direkt.

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

[www.handbuch-unternehmensbewertung.de](http://www.handbuch-unternehmensbewertung.de)



i

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

Weitere Informationen unter:

[www.kleeberg-valuation.de](http://www.kleeberg-valuation.de)

[www.unternehmensbewertung.de](http://www.unternehmensbewertung.de)

[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)

[unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de](mailto: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](http://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.

© 12/2023. 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

Sustainability