

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q1

2018

Rechtsprechung

Börsenkurs als Bewertungsmethode?

Strukturmaßnahmen

Die Angemessenheit des
Umtauschverhältnisses

Konzernbewertung

Bewertung nach dem Einheits- und
Vielheitskonzept

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Börsenkurs nicht geeignet als Bewertungsmethode – OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17.01.2017, 21 W 37/12 –

Die klassische Finanztheorie besagt, dass bei vollständiger Informations-effizienz des Kapitalmarktes der Börsenkurs den tatsächlichen Wert eines Unternehmens widerspiegelt. In diesem Fall reflektiert der Marktpreis alle vorhandenen – also auch die nichtöffentlichen – Informationen. Aus diesem Blickwinkel stellt der Börsenkurs zunächst eine gute Bewertungsgrundlage dar. Auf den zweiten Blick kommt allerdings die Frage auf, inwiefern der Börsenkurs repräsentativ ist, wenn die Aktie des Unternehmens illiquide ist und somit nicht zwangsläufig alle Informationen im Kurs enthalten sind. Der Beschluss des OLG Frankfurt a.M. vom 17.01.2017 (21 W 37/12) konstatiert, dass der Börsenkurs – bei geringer Aussagekraft – als Bewertungsmethode nicht geeignet ist. Im vorliegenden Fall ging es im Rahmen eines Squeeze-out um die Bewertung eines börsennotierten Unternehmens, das Feuerfestmaterialien herstellt. Zum Zweck der Durchführung des Squeeze-out beauftragte der Hauptaktionär eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, um die Angemessenheit der vorgesehenen Barabfindung festzustellen. Die festgesetzte Barabfindung in Höhe des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses wurde von der Hauptversammlung bestätigt. Der Senat hatte allerdings Zweifel an der marktorientierten Wertermittlung, da der Börsenkurs „nur dann zur Bewertung geeignet [ist], wenn die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens [...] zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im

Börsenkurs der Aktien niederschlägt“. Nach Ansicht des OLG Frankfurt a.M. trifft dies in vorliegendem Fall nicht zu, da der Mehrheitsaktionär über 97% der Aktien hält. Dies hat zur Folge, dass die Aktie im Beobachtungszeitraum an weniger als der Hälfte der Handelstage gehandelt wurde und die Geld/Brief-Spanne regelmäßig mehr als 2% betrug. Die Illiquidität der Aktie ging mit deutlichen Kursschwankungen einher. Zudem sei auch bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens der „eigene Kurs der Gesellschaft nicht für die Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos herangezogen“ worden, was auf eine geringe Aussagekraft des Börsenwertes als Verkehrswert schließen lässt. Das OLG Frankfurt a.M. stellt abschließend klar, dass bei der Bewertung der eigene Aktienkurs nur dann zu berücksichtigen ist, wenn dieser möglichst vollkommen bzw. aussagekräftig ist.

Weitere Rechtsprechung

BGH – XII ZB 578/14, 13.04.2016

Auswahl der Bewertungsmethode: Grundsätzlich Aufgabe des Trichters

OLG Frankfurt a.M. – 21 W 22/13, 01.03.2016

Verschmelzung durch Übertragung: Börsenkurs der übertragenden Gesellschaft als Wertuntergrenze



Strukturmaßnahmen: Die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses

Wollen Unternehmen sich nachhaltig in einem Markt positionieren bzw. ihre Wettbewerbsfähigkeit erhalten, müssen sie ständig Anpassungsprozesse durchlaufen. Diese Anpassungsprozesse können unterschiedlichste Maßnahmen enthalten, sind jedoch grundsätzlich von langfristigem und strategischem Charakter. Beispielhaft zu nennen ist hierbei eine Verschmelzung. Somit werden bspw. keine Barabfindungen ausbezahlt, sondern die Aktien des übertragenden Unternehmens in die Aktien der übernehmenden Gesellschaft getauscht. In der Praxis stellt sich in diesem Zusammenhang regelmäßig die Frage nach der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses, da die beteiligten Aktionäre durch den Vorgang keine Vermögenseinbußen erleiden sollen. Um die Angemessenheit zu gewährleisten, sind den Aktionären des Zielunternehmens – als Gegenleistung für den Verlust ihrer Anteile am übertragenden Unternehmen –, in wertmäßig gleicher Höhe Anteile am übernehmenden Unternehmen zu gewähren. Somit ist für die Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses regelmäßig eine Bewertung der involvierten Gesellschaften vorzunehmen. Die durch die Unternehmensbewertung ermittelten Werte sind Grenzpreise, die als Untergrenze zu verstehen sind und zur Vermeidung von Vermögenseinbußen bei einem Umtausch von Anteilen oder der Barabfindung dienen sollen. Zur Berechnung des konkreten Umtauschverhältnisses gibt der Gesetzgeber keine konkrete Methode vor, mit der das Unternehmen zu bewerten ist. Allerdings hat

sich in der Praxis die Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 für die Ermittlung des Unternehmenswerts als bevorzugte Methode etabliert. Hierbei wird der Unternehmenswert mittels der Diskontierung der künftigen, den Anteilseignern zufließenden Zahlungsüberschüsse ermittelt. Der daraus resultierende Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse zuzüglich des Verkehrswerts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens stellt in der Rechtsprechung die Grundlage für die Berechnung des „wahren“ Unternehmenswerts dar. Indes zu beachten ist, dass regelmäßig nicht nur eine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 maßgeblich ist, sondern zusätzlich – neben der Unternehmenswertermittlung – auf den durchschnittlichen Börsenkurs der vergangenen drei Monate abgestellt wird. Dieser dient einerseits als Wertuntergrenze und andererseits zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts. Auf Basis so ermittelter Unternehmenswerte der beteiligten Gesellschaften ist dann das angemessene Umtauschverhältnis zu ermitteln.

Ermittlung des Umtauschverhältnisses			
UN-Wert des Käufers	UN-Wert des Verkäufers	Wertrelation	Umtauschverhältnis
1.500	500	3:1	1:3

Konzerne: Bewertung nach dem Einheits- und Vielheitskonzept

Neben der klassischen Anwendung der Unternehmensbewertung im Rahmen von Unternehmenstransaktionen kommt diese bspw. auch bei der Überprüfung einer möglichen Wertminderung einer Unternehmensbeteiligung oder eines aktivierten Geschäfts- oder Firmenwerts zur Anwendung. Im Zusammenhang mit Konzernen, die ein Geflecht aus Tochtergesellschaften und Beteiligungen darstellen, erstreckt sich das Anwendungsfeld der Unternehmensbewertung daher von der Bewertung der gesamten Einheit des Konzerns über seine einzelnen Teilbereiche. Vor dem Hintergrund der Konzernbewertung gilt es zu beachten, dass verschiedene Betrachtungsweisen verwendet werden können. Einerseits besteht die Möglichkeit des Einheitskonzeptes, das den Konzern als Einheitsunternehmen darstellt. Hierbei wird auf eine aggregierte Wertermittlung abgestellt, welche die einzelnen rechtlich selbstständigen (Tochter-)Gesellschaften wie unselbstständige Abteilungen betrachtet. Die innerkonzernlichen Leistungsbeziehungen werden wie innerbetriebliche Transaktionen interpretiert. Andererseits kann auf das (juristische) Vielheitskonzept abgestellt werden. Dieses betrachtet den Konzern als losen Verbund von einzelnen Gesellschaften. Im Zentrum der Bewertung steht daher die Wertermittlung der rechtlich selbstständigen Einzelgrößen, sodass diese jeweils eine isolierte Wertermittlung erfahren. Die daraus resultierenden Einzelwerte werden zur Bestimmung des Konzernwerts addiert. Sowohl auf Basis des Einheits- als auch des Vielheitskonzepts wird die Wertermittlung

mittels des Ertragswert- oder eines DCF-Verfahrens durchgeführt. Beide Verfahren ermitteln den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse, die auf Basis von Erfahrungswerten bzw. Vergangenheitsanalysen und unter Einbezug aktueller und künftiger Entwicklungen ermittelt werden. Künftige Entwicklungen sind dabei unter realistischen Annahmen abzuschätzen, die anschließend Eingang in die Planungsrechnung finden. Dabei ist bei der Bewertung nach dem Einheitskonzept zu beachten, dass auch das Vorliegen einer konsolidierten Planungsrechnung auf Gesamtkonzernebene i.d.R. nicht dazu führt, dass auf die individuellen Planungen auf Ebene der einzelnen Gesellschaften verzichtet werden kann. Den kapitalwertorientierten Verfahren liegt dabei die Annahme zugrunde, dass sich der Wert des Bewertungsobjekts an seiner Fähigkeit bemessen lässt, künftige Zahlungsüberschüsse zu generieren. Diese Zahlungsüberschüsse sind anschließend mittels eines angemessenen Kapitalisierungszinssatzes zu diskontieren, wobei es zu beachten gilt, dass im Falle der Bewertung auf Konzernebene nur ein konzern-einheitlicher Zinssatz zu verwenden ist. Bei der Einzelbetrachtung ist für jedes Bewertungsobjekt ein eigenständiger angemessener Zinssatz zu ermitteln.

de la Paix/Busch,
Bewertung von Konzernen, S. 1185 ff., in: Petersen/Zwirner
(Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, Bundesanzeiger
Verlag, 2. Auflage 2017.

i

Literatur

Zwirner/Zimny

Werthaltigkeitsprüfung und Beteiligungsbewertung zum 31.12.2017, Aktuelles zum Kapitalisierungszinssatz und häufige Fehlerquellen, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC), 2/2018, S. 63 ff.

Zwirner/Zimny

IDW Positionspapier zu den Auswirkungen der digitalen Transformation auf Finanzberichterstattung und Unternehmensbewertung, Der Betrieb (DB), 51/52/2017, S. 3012.

Zwirner

Unternehmensbewertung: Ein Thema im Unternehmensalltag, BOARD, 05/2017, S. 201 ff.

Zwirner

Unternehmensbewertung und integrierte Planungsrechnung, BOARD, 5/2017, S. 211 ff.

Petersen/Zwirner (Hrsg.)

Handbuch Unternehmensbewertung, Bundesanzeiger Verlag, Köln, 2. Auflage, 2017.

Zwirner/Zimny

Äquivalenzgrundsätze in der Unternehmensbewertung – Unternehmenswertermittlung in der Praxis, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), 16/2017, S. 631 ff.

Veranstaltungen

Termin

Thema

09.03.2018

Grundlagen der betrieblichen Kostenrechnung

14./15.05.2018

Aktuelles Bilanzrecht 2018

21.06.2018

Bilanzierung von Personengesellschaften

27./28.08.2018

Steuerliche Unternehmensbewertung

Für Mandanten und Interessierte:

Aktuelle Rundschreiben aus den Bereichen Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, Recht und Unternehmensbewertung:

<http://www.kleeberg.de/Rundschreiben>

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

<http://www.handbuch-unternehmensbewertung.de/index.html>



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

Weitere Informationen unter:
www.unternehmensbewertung.de
www.kleeberg.de
unternehmensbewertung@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 Horwath International

München | Hamburg

www.kleeberg.de
www.crowekleeberg.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.

© 03/2018. 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.