

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q1

2019

Rechtsprechung

Hochrechnung des Börsenkurses zur
Abfindungsermittlung

IFRS 16

Auswirkung der neuen
Leasingbilanzierung auf die
Unternehmensbewertung

Digitalisierung

Auswirkungen der Digitalisierung auf die
Unternehmensbewertung

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Hochrechnung des Börsenkurses zur Abfindungsermittlung – LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 04.02.2019, 3-05 O 68/17 –

Eine Unternehmensbewertung hat vielfältige Anlässe. Grundsätzlich ist es jedoch das Ziel, einen angemessenen Wert des jeweiligen Unternehmens festzustellen. Regelmäßig ist für die Ermittlung der Abfindung von Minderheitsaktionären im Rahmen eines sogenannten Squeeze-Out eine Unternehmensbewertung notwendig. Dabei hat der BGH mit dem Beschluss vom 12.01.2016 (II ZB 25/14) bestätigt, dass – mit Blick auf die Wertermittlung – grundsätzlich Methodenfreiheit herrscht, jedoch regelmäßig das Ertragswert- oder die DCF-Verfahren anzuwenden seien. Die Methode habe der gängigen Bewertungstheorie und -praxis zu entsprechen und dabei die individuellen Umstände des Unternehmens zu berücksichtigen. Es ist in diesem Zusammenhang jedoch zu beachten, dass bei der Ermittlung einer angemessenen Abfindung für die Minderheitsaktionäre der Börsenkurs nicht unberücksichtigt bleiben darf. Der BGH stellt fest, dass der Verkehrswert der Aktien grundsätzlich die Wertuntergrenze der Abfindung darstellt. Das LG Frankfurt a.M. hat sich mit seinem Beschluss vom 04.02.2019 (3-05 O 68/17) zur Frage der Zulässigkeit der Hochrechnung des Börsenkurses zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung im Rahmen eines Squeeze-Out geäußert. In der Auseinandersetzung kam der Börsenkurs zum Tragen, da der von dem sachverständigen Wirtschaftsprüfer ermittelte Ertragswert unter dem Börsenkurswert lag. Der Börsenkurswert wurde anhand des umsatzgewichteten Durchschnittskurses der Aktie für den Zeitraum der letzten drei Monate vor

Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt. Das LG Frankfurt a.M. betrachtet diese Herangehensweise als unzulässig, da zwischen der Mitteilung der Maßnahme und der beschließenden Hauptversammlung ein Zeitraum von über sieben Monaten lag. Vor diesem Hintergrund sei eine Anpassung des Börsenkurses auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung vorzunehmen, um der positiven Marktentwicklung des Unternehmens Rechnung zu tragen. Das LG Frankfurt a.M. stellt hierbei auf die „Stollwerck“-Entscheidung des BGH (Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09) bzw. dessen Berichtigungsbeschluss vom 05.08.2010 ab. Hieraus ergibt sich, dass eine Hochrechnung des Börsenkurses vorzunehmen ist, wenn ein „längerer Zeitraum“ (konkret: 7,5 Monate) zwischen Bekanntgabe und Beschlussfassung durch die Hauptversammlung liegt. Damit sollen die Minderheitsaktionäre vor einer Fixierung des Börsenkurses ohne zeitnahe Umsetzung der Maßnahme geschützt werden.

Weitere Rechtsprechung

OLG München – 31 Wx 382/15, 17.12.2018
Ausgleichszahlung bei isoliertem Beherrschungsvertrag

OLG Frankfurt a.M. – 21 W 136/17, 20.08.2018
Kostenerstattungsanspruch der Antragsteller im Spruchverfahren bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens



Auswirkung der neuen Leasingbilanzierung nach IFRS 16 auf die Unternehmensbewertung

Am 13. Januar 2016 wurde die finale Version des IFRS 16 durch das IASB veröffentlicht und ist seit dem 01. Januar 2019 verpflichtend anzuwenden. Der IFRS 16 löst den IAS 17, welcher seit Jahrzehnten die Bilanzierung von Leasingverhältnissen regelte, ab. In der Vergangenheit haben lediglich „Finance Lease“ Eingang in die Bilanz gefunden; sog. „Operating Lease“ bzw. die resultierenden Aufwendungen waren lediglich Bestandteil des operativen Ergebnisses in der Gewinn- und Verlustrechnung. Mit der Einführung des IFRS 16 wird sich nun die Leasingbilanzierung maßgeblich verändern. Nunmehr ist der Barwert künftiger Leasingzahlungen als Verbindlichkeit zu passivieren und das entsprechende Nutzungsrecht am Vermögenswert zu aktivieren. Das Nutzungsrecht ist über die entsprechende Nutzungsdauer abzuschreiben und die Zinsen sind im Zinsaufwand zu erfassen. Dementsprechend ergibt sich durch IFRS 16 eine teilweise Verschiebung von Aufwendungen und Bilanzabbildungen, was zu einer Beeinflussung von zentralen Finanzkennzahlen wie bspw. dem EBIT, EBITDA oder der Nettofinanzverbindlichkeiten führt. Diese Parameter sind wesentliche Grundlagen im Rahmen einer jeden Unternehmensbewertung. Insbesondere im Hinblick auf die Verschiebung weg vom operativen Ergebnis ergibt sich der Umstand, dass sich bei den Brutto-Discounted-Cashflow-Verfahren (Free Cashflow; Total Cashflow) steigende Cashflows ergeben. Weiterhin ergeben sich durch die neue Leasingbilanzierung nach IFRS 16 Auswirkungen auf die Kapitalkosten.

Durch die Verpflichtung, nunmehr „Operating Lease“ zu passivieren, ergibt sich ein höherer Verschuldungsgrad des Unternehmens sowie auch der Peer Group, soweit die Vergleichsunternehmen ebenfalls von IFRS 16 betroffen sind; und dementsprechend ein sinkender WACC. Indes soll der Wert des Eigenkapitals unberührt bleiben, da der Anstieg des Enterprise Value durch den Anstieg der Leasingverbindlichkeiten ausgeglichen wird. Weiterhin ist bei den vereinfachten Bewertungsverfahren (Multiplikator-Verfahren) erhöhte Aufmerksamkeit notwendig. Durch die Verschiebungen innerhalb der Gewinn- und Verlustrechnung ergeben sich c.p. ein erhöhtes EBIT/EBITDA und dementsprechend steigende (Gesamt-)Unternehmenswerte. Regelmäßig dienen diese Kennzahlen mehr zur Plausibilisierung von ermittelten Unternehmenswerten als zur eigentlichen Wertermittlung. Vor diesem Hintergrund sind diese Kennzahlen mit historischen Werten nicht mehr vergleichbar, was bei strategischen Investitionsentscheidungen zwingend zu berücksichtigen ist. Insbesondere während der Übergangsphase im Jahr 2019 ist auf die Änderungen des IFRS 16 verstärkt zu achten, um mögliche Fehleinschätzungen zu vermeiden.

Zwirner/Lindmayr

DCF-Verfahren, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, Bundesanzeiger Verlag, Köln, 2017, S. 381 ff.



Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung

Durch die Digitalisierung steht nahezu jedes Unternehmen vor der Herausforderung der (digitalen) Neuausrichtung unterschiedlichster Prozesse oder aber auch ggf. des gesamten Geschäftsmodells. Mittlerweile sind auch etablierte Geschäftsmodelle nicht mehr vor der digitalen Transformation geschützt, sodass diese regelmäßig neu ausgerichtet werden müssen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Die Folgewirkungen durch den digitalen Wandel sind vielfältig, was u.a. der komplexe Prozess der Unternehmensbewertung zeigt. Es ist für Unternehmen wichtig, dass sie möglichst konkret erkennen, wie sich ihr bestehendes Geschäftsmodell künftig durch die Digitalisierung ändern könnte. Beispielsweise müssen sich Unternehmen die Frage stellen, ob die Möglichkeiten der Digitalisierung in Zukunft nur eine unterstützende Funktion für das eigene Geschäftsmodell haben werden oder ob die bisher hergestellten Produkte bzw. zur Verfügung gestellten Dienstleistungen künftig in einer anderen (digitalen) Form produziert werden. Bei Unternehmensbewertungen handelt es sich i.d.R. um eine Zukunftserfolgsrechnung. Sofern ein Unternehmen zu bewerten ist, müssen die finanziellen Überschüsse der nächsten Jahre möglichst genau prognostiziert werden. Je besser sich ein Unternehmen darüber im Klaren ist, welche konkreten Prozesse und Geschäftsmodelle es anpassen muss oder möchte, desto höher ist die Prognosesicherheit. Sofern ein Unternehmen hingegen nur eine vage Vorstellung darüber hat, wie es in den nächsten Jahren am Markt positioniert

sein will, sind die Risiken von Prognoseunsicherheiten und damit einhergehend auch die Risiken möglicher Fehlbewertungen entsprechend höher. Schwierigkeiten ergeben sich somit insbesondere in der sachgerechten Planung der künftigen Erfolgsbeiträge. Eine zeitnahe Analyse der gegenwärtigen und künftigen Ertrags- und Cashflow-Situation ist daher unerlässlich. Da die Digitalisierung eine hohe Dynamik aufweist, werden an die Prognose des Geschäftsverlaufs erhöhte Anforderungen gestellt. Vergangenheitsdaten sind noch stärker mit Vorsicht zu genießen, als dies bislang der Fall war, da bisherige Steuerungskennzahlen keinen historischen Vergleichen mehr standhalten werden und daher keine Aussagekraft für die Zukunft haben. Auf die (technische) Unternehmensbewertung hat die Digitalisierung voraussichtlich keinen wesentlichen Einfluss. Allerdings rückt durch die stets steigende Leistungsfähigkeit von Computern die Verarbeitung sehr großer Datenmengen (Big Data) zunehmend in den Vordergrund. Im Bereich der Unternehmensbewertung bietet das den Vorteil, dass mit geeigneten Analysetools Abweichungsanalysen umfanglicher vorgenommen werden können, als dies bislang möglich war.

Zwirner/Zimny

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

i

Literatur

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung – Spannungsfeld zwischen Theorie, Rechtsprechung und Praxis, Betriebs-Berater (BB), 4/2019, S. 171 ff.

Zwirner/Zimny

Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Unternehmensbewertung (IDW Praxishinweis 2/2018), Der Betrieb (DB), 3/2019, S. 77 ff.

Zwirner/Zimny

Unternehmensbewertung – Zunehmende Bedeutung, aktuelle Entwicklungen, Handlungsempfehlungen für die Praxis, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), Beilage zu Heft 22/2018, S. 1 ff.

Zwirner/Zimny

Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Unternehmensbewertung (IDW Praxishinweis 2/2018), Der Betrieb (DB), 45/2018, S. 2713.

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung, Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2017, CORPORATE FINANCE (CF), 9-10/2018, S. 295 ff.

Zwirner/Zimny

Unternehmensbewertung unter Rückgriff auf Börsenkurse – geeignete Methode für den Mittelstand?, Betriebs-Berater (BB), 24/2018, S. 1387 ff.

Veranstaltungen

Termin

Thema

06.06.2019

Pensionsverpflichtungen und Rückstellungen

14.06.2019

Unternehmensbewertung I

28.06.2019

Grundlagen der betrieblichen Kostenrechnung

10.07.2019

Aktuelle Fragen des Bilanzsteuerrechts

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 | Hamburg

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.

© 03/2019. 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