

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q1

2022

Rechtsprechung

Bewertungsrelevanz von
Vorerwerbspreisen

Nachhaltigkeit

Einfluss auf Unternehmensbewertungen

Basiszinssatz

F&A Katalog des IDW

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Bewertungsrelevanz von Vorerwerbspreisen – OLG Frankfurt a.M., Beschluss v. 13.09.2021, 21 W 38/15

Mit Beschluss vom 25.11.2014 hatte das LG Frankfurt (3-05 O 43/13) im Zuge eines Spruchverfahrens die Abfindung auf EUR 32,72 je Aktie festgesetzt, da das vorinstanzliche LG Frankfurt Bedenken bezüglich der Geeignetheit des Ertragswertverfahrens hatte. Die vom LG Frankfurt festgelegten EUR 32,72 je Aktie entsprechen dem Preis, den die Hauptaktionärin verschiedenen Verkäufern am 22.06.2012 für insgesamt ca. 14,13 % des Grundkapitals zahlte. Dabei wies das LG Frankfurt explizit darauf hin, dass bei dem gezahlten Vorerwerbspreis nicht von Paketzuschlägen auszugehen sei, da die Aktienvorerwerbe nicht mit einer Person, sondern mit mehreren Personen getätigt worden seien. Im vorliegenden Fall wurde die Barabfindung im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze-outs durch die Hauptaktionärin auf Basis eines Ertragswerts i.H.v. EUR 29,02 festgelegt. Der durchschnittliche Börsenkurs im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-outs betrug EUR 28,65 je Aktie und lag damit unterhalb des zum Bewertungsstichtag 18.12.2012 ermittelten Ertragswerts. Das OLG Frankfurt a.M. stellt fest, dass Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär im sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze-out entrichtet, für die Bemessung der angemessenen Barabfindung in der Regel keine Rolle spielen. Allerdings stünde einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung der Schätzung gemäß § 278 ZPO nichts per se entgegen. Das gelte dem OLG Frankfurt a.M. folgend insbesondere dann, wenn

bei den Vorerwerbspreisen kein erhöhter Preis bzw. kein nicht marktüblicher Preis aufgrund von Paketzuschlägen gezahlt wurde. Ein Vorerwerbspreis könne demnach dann aussagekräftig sein, wenn die Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erfolgt ist, der Kaufpreis sich als Ausgleich der zufolge widerstreitenden Interessen von Käufer und Verkäufer am Markt gebildet hat und von unveränderten Verhältnissen am Bewertungsstichtag auszugehen sei. Das OLG Frankfurt a.M. ging davon aus, dass der Verkäuferseite im konkreten Fall eine angemessene Informationsgrundlage für die Preisbildung zur Verfügung stand und die Vertragsverhandlungen zur Bestimmung des Vorerwerbspreises auf Augenhöhe zwischen Verkäufer und Käufer erfolgen konnten.

In Verbindung mit weiteren Überlegungen zum ursprünglichen Ertragswert des Bewertungsobjekts ist das OLG Frankfurt a.M. zu der Überzeugung gelangt, dass der verhandelte Vorerwerbspreis keinen Paketzuschlag enthalte, sondern den Verkehrswert des Bewertungsobjekts angemessen widerspiegele.

Weitere Rechtsprechung

FG Münster, 3 K 1895/18 F, 06.10.2021
Bewertung eines Land- und Forstwirtschaftsbetriebs unter
Einbezug des Besatzkapitals.



Einfluss auf Unternehmensbewertungen

Nachhaltigkeit respektive die Environmental Social Governance (ESG) von Unternehmen nimmt in der Politik und der Gesellschaft eine immer größere Rolle ein. In der Vergangenheit waren Nachhaltigkeit bzw. ESG aufgrund der fehlenden gesetzlichen Rahmenbedingungen meist schwer zu quantifizieren. Es handelte sich bei Nachhaltigkeit in der breiten Wahrnehmung mehr um ein „nice to have“-Kriterium als um eine zwingende Voraussetzung für unternehmerischen Erfolg. Mit dem zunehmenden gesellschaftlichen Druck in den letzten Jahren sowie den gesetzlichen Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit ESG hat sich dieses Bild signifikant geändert.

Aus Sicht des Bewerter muss daher analysiert werden, in welchem Ausmaß sich ESG auf die künftigen Cashflows auswirkt. Dass ESG Einfluss auf künftige Cashflows hat und von einer Relevanz für Unternehmensbewertungen auszugehen ist, ist unstrittig. Die Schwierigkeit besteht regelmäßig darin, diesen Einfluss zu quantifizieren. Zu unterscheiden sind hierbei ESG-Aspekte, die einen unmittelbaren Einfluss auf die künftigen Cashflows haben, und Aspekte, die sich lediglich mittelbar in den Cashflows niederschlagen. Zu den Aspekten, die einen unmittelbaren Einfluss haben, zählen bspw. notwendige Investitionen, die vom betreffenden Unternehmen durchgeführt werden müssen, um seinen gesetzlichen ESG-Pflichten nachzukommen. Hierbei muss der Bewerter beurteilen können, welche Investitionen neben den „üblichen Investitionen“ für das operative Geschäft durchgeführt werden müssen. Um eine sachgerechte Quantifizierung der zahlungswirksamen Effekte durchführen zu können, ist es

daher unerlässlich, sich mit dem Thema Nachhaltigkeit auseinanderzusetzen. Der Bewerter muss in der Lage sein, eine Aussage darüber zu treffen, wie gut das Bewertungsobjekt in diesem Zusammenhang für die Zukunft positioniert ist. Insgesamt ist festzuhalten, dass der Nachhaltigkeitsaspekt respektive ESG einen hohen Stellenwert haben, der sich auch in den zunehmenden gesetzlichen Regelungen wie dem Lieferkettengesetz, der Datenschutz-Grundverordnung oder auch CO₂-Grenzwerten widerspiegelt. Durch die zunehmende Bedeutung steigt auch der Einfluss von ESG auf die Geschäftsmodelle von Unternehmen und ihre Cashflows. Dementsprechend steigt auch die Bedeutung von ESG in der Unternehmensbewertung. Auch wenn es bisher kein einheitliches Verständnis davon gibt, was unter ESG-Kriterien alles zu verstehen ist, steht bereits jetzt fest, dass ESG Einfluss auf Unternehmenswerte hat. Daher ist es essenziell, sich individuell mit dem Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts auseinanderzusetzen und die Einflüsse von ESG zu analysieren. Eine sinnvolle Unterstützung können dabei ESG-Ratingmodelle bieten. In jedem Fall darf der Aspekt ESG im Rahmen von Unternehmensbewertungen nicht außen vor gelassen werden.

Zwirner/Zimny

Planungsrechnungen für Zwecke der Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, BOARD, 6/2021, S. 237 ff.



Fragen & Antworten Katalog des IDW

Der risikolose Basiszinssatz nach IDW S 1 stellt einen wesentlichen Bestandteil der für Zwecke von Unternehmensbewertungen erforderlichen Kapitalkosten dar. Bezüglich der Ermittlung des Basiszinssatzes sieht das IDW die Anwendung der sogenannten Svensson-Methode vor. Im aktuellen IDW Fragen & Antworten Katalog zum IDW S 1 hat das IDW kürzlich Anpassungen an der Ermittlungsmethodik zur Bestimmung des Basiszinssatzes vorgenommen. Bei der Ermittlung des (risikolosen) Basiszinssatzes soll keinerlei Risiko in Hinblick auf das Ausfall-, Termin- und Währungsrisiko bestehen. Aus diesem Grund wird in der Praxis zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Staatsanleihen, konkret auf Zerobond-Zinssätze für Staatsanleihen, zurückgegriffen. Zur Ermittlung des risikolosen Basiszinssatzes hat sich in der Praxis die Svensson-Methode etabliert. Mit Hilfe der Svensson-Methode lässt sich ein über alle Perioden hinweg einheitlicher Basiszinssatz ableiten, wobei dieser aus dem Drei-Monats-Durchschnitt beobachtbarer Renditen von Kupon-Anleihen berechnet wird. Die Input-Parameter zur Berechnung des Basiszinssatzes werden von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt.

Im aktuellen Fragen & Antworten Katalog zum IDW S 1 hat das IDW das empfohlene Vorgehen bei der Ableitung des Basiszinssatzes angepasst. Bisher wurde bei der Berechnung des risikolosen Basiszinssatzes eine wachsende Zahlungsreihe finanzieller Überschüsse unterstellt, die jährlich um 1,00 % wächst. Dieses jährliche Wachstum wurde bei der anzusetzenden

Zahlungsreihe auch nachhaltig in der ewigen Rente unterstellt. Das Wachstum in der ewigen Rente wurde unter Berücksichtigung der sogenannten Gordon-Growth-Formel in Form eines Wachstumsabschlags in Höhe von 1,00 % abgebildet. Die Anwendung der Gordon-Growth-Formel setzt allerdings voraus, dass der nachhaltige Basiszinssatz höher ist als das unterstellte Wachstum (in dem Fall 1,00 %).

Der risikolose Basiszinssatz ist in den letzten Jahren durch ein insgesamt sehr niedriges Niveau von deutlich unter 1,00 % geprägt. Letztmalig war der risikolose Basiszinssatz nach IDW S 1 zu einem Monatsende am 31.01.2019 mindestens gerundet 1,00 %. Seitdem bewegte sich der risikolose Basiszinssatz stets unterhalb der 1,00 %-Grenze. Das führte dazu, dass die Anwendung der Gordon-Growth-Formel in der Praxis an ihre Grenzen gestoßen ist. Künftig ist der risikolose Basiszinssatz daher auf Basis einer uniformen Zahlungsreihe ohne Wachstum zu ermitteln. Neben weiteren redaktionellen Anpassungen bringt das IDW diese neue Vorgehensweise im aktuellen Fragen & Antworten Katalog zum IDW S 1 zum Ausdruck.

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2020, CF 7-8/2021, S. 253 ff.



Literatur

Zwirner/Zimny

Planungsrechnungen für Zwecke der Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, BOARD 6/2021, S. 237 ff.

Zwirner/Zimny

Implikationen des KöMoG für die Unternehmensbewertung, Der Betrieb (DB) 49/2021, S. 2919.

Zwirner/Busch/Zimny

Marktkapitalisierung versus Buchwert des Eigenkapitals – Anmerkungen zur Buchwert-Marktwert-Lücke 2020 in der Praxis und Implikationen für den Goodwill, KoR 12/2021, S. 529 ff.

Zwirner/Zimny

Fortführungsprognose im Rahmen der Überschuldungsprüfung bei Start-ups, Anmerkungen zum Beschluss des OLG Düsseldorf vom 20.7.2021 – 12 W 7/21, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB) 20/2021, S. 816 f.

Zwirner/Vodermeier

Unternehmensbewertung im Steuerrecht: § § 199 ff. BewG und IDW S 1 im Vergleich – unter Berücksichtigung der Corona-Pandemie und des weiter anhaltenden Niedrigzinsumfelds, Deutsches Steuerrecht (DStR) 36/2021, S. 2097 ff.

Veranstaltungen

Termin

Thema

26.04.2022

Stolperfallen in der Unternehmensbewertung:
Ausgewählte Zweifelsfragen und typische Fehler

09./10.05.2022

Lehrgang Steuerliche Unternehmensbewertung

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.

© 03/2022. 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