

# VALUE

---

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q2

2020

## Rechtsprechung

Barwert der Ausgleichszahlung als  
Untergrenze einer angemessenen  
Barabfindung nach § 327b AktG

## Basiszinssatz

Erstmals negatives Niveau zum  
Monatsende

## Corona-Krise

Auswirkungen auf  
Unternehmensbewertungen

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Barwert der Ausgleichszahlung als Untergrenze einer angemessenen Barabfindung – OLG Frankfurt, Beschluss v. 20.11.2019, 21 W 77/14

Laut Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom 20.11.2019 (Az.: 21 W 77/14) stellt der Barwert der Ausgleichszahlung bezogen auf den Bewertungszeitpunkt neben dem Börsenkurs eine weitere Untergrenze der angemessenen Abfindung nach § 327b AktG dar und weicht diesbezüglich von der bestehenden Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte ab, sodass eine Vorlage an den BGH erforderlich ist. Bisher galt der nach Handelsvolumen gewichtete Börsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Untergrenze für eine angemessene Abfindung. Bei dem zugrunde liegenden Sachverhalt handelt es sich um ein Spruchverfahren nach einem Squeeze-out mit dem Bewertungsstichtag 13./14.12.2005 und um ein Folgeverfahren betreffend die Angemessenheit der Abfindung nach dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 26.04.2004.

Mit Beschluss vom 12.01.2016 hat der BGH bereits festgestellt, dass im Fall des Vorliegens eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags für die Angemessenheit der Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts jedenfalls dann maßgeblich ist, wenn dieser höher ist als der Barwert der aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen (vgl. BGH, Beschluss v. 12.01.2016, Az.: II ZB 25/14). Offen gelassen hat der BGH die Frage, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen

ähnlich dem Börsenwert als Mindestwert der angemessenen Abfindung zugrunde zu legen ist, wenn dieser den anteiligen Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre übersteigt. Das OLG Frankfurt bejaht mit Beschluss vom 20.11.2019 diese Frage und vertritt die Auffassung, dass auch der Barwert der Ausgleichszahlung zum Bewertungszeitpunkt als weitere Untergrenze für eine angemessene Abfindung heranzuziehen sei. Beim Unternehmensvertrag trete die gewinnunabhängige, i.d.R. festbemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG an die Stelle der sonst aus dem Bilanzgewinn auszuschüttenden Dividenden und stelle wirtschaftlich nichts anderes dar als die Verzinsung der vom Aktionär geleisteten Einlage. Da die Ausgleichszahlung einen Teil der Beteiligung des Minderheitsaktionärs in vermögensrechtlicher Hinsicht darstelle, sei dieser Teil bei der Kompensation für den Entzug der Beteiligung zwingend zu berücksichtigen. Es bleibt abzuwarten, wie sich der BGH zu der Einstufung des Barwerts der Ausgleichszahlungen als Mindestwert positionieren wird.

### Weitere Rechtsprechung

OLG Düsseldorf – 26 W 3/17, 28.10.2019  
Spruchverfahren zum Squeeze-out



## Basiszins nach IDW S 1 fällt gerundet auf **-0,10 %** zum **01.06.2020** – erstmalig negatives Niveau zum Monatsende

Der für Zwecke der (Unternehmens-)Bewertungen relevante Basiszinssatz nach IDW S 1 unterliegt weiter einem fallenden Trend. Wie bereits die Aktienkurse rutschen die Renditen für Bundesanleihen aufgrund der Corona-Krise ausgehend von einem ohnehin niedrigen Niveau weiter ab. Nach der steigenden Tendenz beim Basiszinssatz zu Beginn des Jahres 2020 gingen die zunehmende Ausbreitung des Corona-Virus sowie die anschließenden Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie auch an der Entwicklung des Basiszinssatzes nach IDW S 1 nicht spurlos vorüber. Im Mai 2020 sank der ungerundete Basiszinssatz weiter ab und rutschte zum 01.06.2020 erstmals zum Monatsende in den negativen Bereich.

Die aktuellen Ereignisse führen dazu, dass der Basiszinssatz nach IDW S 1 zunehmend unter Druck gerät. Bereits vor der Corona-Krise bewegte sich der Basiszinssatz auf historischen Tiefständen und war ungerundet zum 31.10.2019 bereits leicht negativ. Bis Ende Februar 2020 erholte sich der basierend auf einer dreimonatigen Durchschnittsbetrachtung ermittelte Basiszinssatz wieder leicht auf 0,20 %. Diese kurze Erholungsphase nimmt mit den wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise ein abruptes Ende. Im Mai 2020 sank der ungerundete Basiszinssatz weiter ab und rutschte in den negativen Bereich. Zum 01.06.2020 beläuft sich der ungerundete Basiszinssatz auf rd. -0,077 %. Bei einer Rundung auf 1/10-Prozentpunkte ergibt sich somit ein negativer Basiszinssatz von -0,10 %.

Der FAUB des IDW hat in seiner Sitzung vom 22.10.2019 auf die stark fallende Tendenz des Basiszinssatzes reagiert. Unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB beschloss der FAUB des IDW, seine Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00 % bis 8,00 %

(Mittelwert 7,00 %) anzuheben. Bezüglich der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hält der FAUB nunmehr einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,00 % und 6,50 % (Mittelwert 5,75 %) für angemessen. Zum 01.06.2020 betragen die standardisierten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern bei Ansatz der Mittelwertempfehlung des IDW bei einem Beta-Faktor von 1,0 und einem Basiszinssatz von gerundet -0,10 % somit 6,90 %. Dies entspricht einem Faktor von 14,49. Zu der Frage, ob im Rahmen von (Unternehmens-)Bewertungen der Ansatz eines negativen Basiszinssatzes zu erfolgen hat, hat sich der FAUB des IDW bislang nicht geäußert. Um bestehende Unsicherheiten in der Bewertungspraxis zu vermeiden, ist eine Stellungnahme des FAUB des IDW diesbezüglich zu begrüßen. Bei konsequenter Umsetzung der aktuell geltenden Anforderungen des IDW an den Basiszinssatz (aktuell Rundung auf 1/10-Prozentpunkte), ist der Ansatz eines negativen Basiszinssatzes folgerichtig.

Sofern die Markttrenditen als gegeben bzw. vor dem Hintergrund der aktuellen Kapitalmarktsituation als stabil betrachtet werden, würde ein negativer Basiszinssatz dazu führen, dass die Marktrisikoprämie rechnerisch oberhalb der Markttrendite liegen würde. Für den „Verlust“ der Rendite bei der risikolosen Verzinsung ergäbe sich ein diesen Umstand kompensierende Renditeforderung der Investoren bei der Marktrisikoprämie. Mit anderen Worten muss die Marktrisikoprämie in der aktuellen Lage rechnerisch steigen. Eine pauschale Orientierung am Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite würde die Höhe der Marktrisikoprämie im Zweifel unterschätzen.

### Zwirner/Zimny

Bewertungsunsicherheiten und sinkende Marktwerte infolge Corona – *triggering event* nach IAS 36.12, IRZ, 5/2020, S. 235 ff.



## Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung

Die aktuellen Entwicklungen im Zusammenhang mit der Corona-Krise führen branchenübergreifend zu steigenden Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Wirtschaft im Allgemeinen sowie einzelner Unternehmen im Speziellen. Diese Unsicherheiten stellen Bewerter vor Herausforderungen, die bestehenden Unsicherheiten im Rahmen einer Unternehmensbewertung zu quantifizieren. Bereits mit Datum vom 25.03.2020 hat der FAUB des IDW einen fachlichen Hinweis mit Blick auf die Auswirkungen der Corona-Krise auf Unternehmensbewertungen veröffentlicht.

In diesem fachlichen Hinweis geht der FAUB des IDW auf die bestehenden Herausforderungen hinsichtlich des Ausmaßes und der Dauer der negativen Effekte und der damit einhergehenden Konsequenzen für Unternehmensplanungen und Kapitalkosten ein. Einleitend weist der FAUB des IDW in seinem fachlichen Hinweis vom 25.03.2020 darauf hin, dass Unternehmensbewertungen, anders als bei der Bestimmung von Aktienkursen, nach fundamentalanalytischen Methoden durchgeführt werden. Wertbestimmend ist insofern weiterhin der innere Wert des Unternehmens respektive die dem Unternehmen innewohnende Ertragskraft.

Mit dem fachlichen Hinweis zur Unternehmensbewertung kann der FAUB des IDW naturgemäß keine Antworten auf die bestehenden Fragen liefern, sensibilisiert Unternehmen und Berater aber sinnvollerweise, sich mit den unternehmensindividuellen Folgen der Corona-Krise auseinanderzusetzen.

Dies gilt sowohl für die Ableitung einer sachgerechten Planung als auch bei der Bestimmung von Kapitalkosten.

Da die Folgen der Corona-Krise für jedes Unternehmen in Abhängigkeit der Branche respektive des Geschäftsmodells individuell sein dürften, kann nicht pauschal davon ausgegangen werden, dass nach der Krise langfristig für alle Unternehmen gleichermaßen eine Erholung eintritt. Bezüglich des konkreten Einzelfalls ist regelmäßig eine tiefergehende (unternehmensspezifische) Analyse bezüglich der kurz- bis mittelfristigen sowie der langfristigen Folgen vorzunehmen. Der FAUB des IDW stellt klar, dass das Ausmaß der Corona-Krise bzw. die Auswirkungen auf die Ertragslage in Abhängigkeit der Branche und des Geschäftsmodells jeweils unterschiedlich sein können.

Unternehmen und ihre Berater sollten sich daher, bspw. im Rahmen einer Szenarioanalyse, damit auseinandersetzen, wie die individuellen Auswirkungen der Corona-Krise sein könnten. Zu vermeiden ist, dass die Prognose der künftigen Geschäftsentwicklung zu positivgestellt wird, sie sollte aber auch nicht zu negativ ausfallen. In jedem Fall sind aktuelle Planungen kritisch zu überprüfen und ggf. anzupassen.

### Zwirner/Zimny

Auswirkungen durch SARS-CoV-2 (sog. Corona- Virus) auf Rechnungslegung, Berichterstattung und Unternehmensbewertung, DB, 13/2020, S. 633.



## Literatur

### Zwirner/Zimny

Bewertungsunsicherheiten und sinkende Marktwerte infolge Corona – *triggering event* nach IAS 36.12, IRZ, 5/2020, S. 235 ff.

### Zwirner/Zimny

Auswirkungen durch SARS-CoV-2 (sog. Corona-Virus) auf Rechnungslegung, Berichterstattung und Unternehmensbewertung, Der Betrieb (DB), 13/2020, S. 633.

### Zwirner/Zimny

Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung, BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland (BOARD), 6/2019, S. 220 ff.

### Zwirner/Zimny

Historischer Tiefstand: Basiszinssatz nach IDW S 1 zum 01.10.2019 bei 0,10 % – Bandbreiten des IDW zur Marktrisikoprämie auf dem Prüfstand, Der Betrieb (DB), 43/2019, S. 2366.

### Zwirner/Zimny

Berücksichtigung des Debt Beta bei der Bestimmung von Eigenkapitalkosten – zunehmende Akzeptanz in Praxis und Rechtsprechung, Der Betrieb (DB), 31/2019, S. 1694 ff.

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung, Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2018, Corporate Finance (CF), 7-8/2019, S. 242 ff.

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

08.07.2020

Aktuelle Fragen des Bilanzsteuerrechts

07/08.09.2020

Steuerliche Unternehmensbewertung – Aufbaukurs

01.10.2020

Einzelfragen zur Konzernrechnungslegung

15.10.2020

Erbschaftsteuer und Bewertungsfragen

### 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)



## 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.

© 06/2020. 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