

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q2

2021

Rechtsprechung

Schätzung des Unternehmenswerts
anhand des Börsenkurses

SPAC

Zunehmende Börsengänge durch SPAC

Wechselkursrisiko

Besonderheiten bei der Bewertung
international tätiger Unternehmen

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Schätzung des Unternehmenswerts anhand des Börsenkurses – OLG Frankfurt 21. Zivilsenat, Beschluss v. 26.04.2021, 21 W 139/19

Das OLG Frankfurt hat mit Beschluss vom 26.04.2021 (21 W 139/19) entschieden, dass der gemäß § 304 Abs. 1 AktG zu gewährende Ausgleich an Minderheitsaktionäre anhand des Börsenkurses der Gesellschaft bestimmt werden kann. Die von den Antragstellern gegen die grundsätzliche Geeignetheit des Börsenwerts zur Bestimmung des Unternehmenswerts angeführten Argumente überzeugten das OLG Frankfurt nicht. Unzutreffend sei nach Auffassung des OLG Frankfurt die Ansicht der Antragsteller, der Börsenkurs scheide aus verfassungsrechtlicher Sicht als Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswerts aus und könne nur eine Untergrenze der Abfindung darstellen. In diesem Zusammenhang nimmt das OLG Frankfurt Bezug auf die sog. Telekom-Entscheidung aus dem Jahr 2011 (vgl. BVerfG, NJW 2011, 2497). Mit der Telekom-Entscheidung hat das Bundesverfassungsgericht unmissverständlich zum Ausdruck gebracht, dass die Heranziehung des Börsenwerts zur Bestimmung des Unternehmenswerts keinen verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet.

Im Beschluss vom 26.04.2021 bringt das OLG Frankfurt ferner zum Ausdruck, dass die Fachgerichte zur Bestimmung des Unternehmenswerts nicht stets sämtliche denkbaren Methoden heranzuziehen und bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses die den Antragstellern günstigste Bewertungsmethode zugrunde zu legen haben. Vielmehr genüge es aus verfassungsrechtlicher Sicht, eine geeignete Methode nach den jeweiligen Umständen des Einzelfalles

auszuwählen und hieran die Angemessenheit der gewährten Kompensation zu überprüfen. Soweit teilweise aus älteren Entscheidungen des Bundesgerichtshofs hergeleitet wird, der Bundesgerichtshof vertrete die Auffassung einer methodenbezogenen Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre, sei diese Ansicht zumindest überholt. So hat der Bundesgerichtshof seitdem klargestellt, dass weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz eine Methode vorgibt, nach welcher der Unternehmenswert zu schätzen ist. Im Ergebnis ist eine Einschränkung der Methodenwahl anhand einer Meistbegünstigung der Aktionäre dem OLG Frankfurt folgend abzulehnen.

Weitere Rechtsprechung

OLG München, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, 09.04.2021
Tatrichterlicher Überprüfungsmaßstab im Spruchverfahren



Zunehmende Börsengänge durch SPAC

Special Purpose Acquisition Companies (sog. SPAC) haben sich in den vergangenen Monaten verstärkt in das Rampenlicht von Börsengängen gedrängt. Das zunehmende Interesse ist an der wachsenden Anzahl neu gegründeter SPAC und den kontinuierlich steigenden Emissionsvolumina zu beobachten. In den Wirtschaftsmedien wird diese Entwicklung – wenngleich SPAC keineswegs neu sind – vermehrt diskutiert. Neben gewissen Risiken während des SPAC-Prozesses ergeben sich auch verschiedene bewertungsrelevante Fragestellungen.

SPAC werden als Börsenmantel eingesetzt, um jungen Wachstumsunternehmen einen schnelleren Börsengang zu ermöglichen als es der klassische Börsengang (IPO) vorsieht. Im Wesentlichen handelt es sich bei SPAC um Vorratsaktiengesellschaften, die an die Börse gebracht werden, um anhand von Emissionserlösen meist nicht börsennotierte Unternehmen zu kaufen bzw. mit ihnen zu verschmelzen und so dessen IPO zu realisieren.

In der Phase zwischen SPAC-IPO (Börsengang der SPAC) und De-SPAC (Unternehmenszusammenschluss von SPAC und Zielunternehmen) ergeben sich verschiedene Risiken und bewertungsrelevante Fragestellungen.

Zunächst unterscheidet sich der SPAC-IPO von einem herkömmlichen IPO insbesondere dadurch, dass die Beschreibung der historischen Geschäftstätigkeit entfällt und die Bewertung des Unternehmens, die sonst wesentlich für die Vermarktung ist, keine Bedeutung hat. Umso wichtiger und schwieriger ist dafür die Bewertung zum Zeitpunkt des De-SPAC.

Die rechtliche Ausgestaltung des Unternehmenszusammenschlusses (Verschmelzung, Sachkapitalerhöhung etc.) ist gewissermaßen zwar flexibel, jedoch müssen die Aktionäre über die Transaktion abstimmen. In der Regel halten rd. 80 % der Stimmrechte SPAC-Investoren (i.d.R. institutionelle Anleger) und rd. 20 % der Stimmrechte SPAC-Sponsoren (Gründer bzw. Initiatoren des SPAC). In den häufigsten Fällen bedarf es einer einfachen Mehrheit.

Für Altaktionäre des an die Börse gehenden Unternehmens ergeben sich häufig Verwässerungseffekte, insbesondere aufgrund von Aktienoptionen, die bereits vor dem Zusammenschluss an SPAC-Aktionäre ausgegeben wurden. Werden die Aktienoptionen nach dem Zusammenschluss ausgeübt, verringert sich der Anteilsbesitz der Altaktionäre.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass SPAC im Jahr 2021 hinsichtlich ihrer Gründungszahl und bezüglich der Emissionserlöse einen regelrechten Boom erleben.

Ob sich der aktuelle Trend auch als nachhaltige Alternative zum klassischen Börsengang durchsetzen kann, wird die Zukunft zeigen. Für ein längerfristiges Bestehen von SPAC muss es jedenfalls eine Vielzahl an langfristig erfolgreichen SPAC-Transaktionen geben.

Zwirner/Zimny

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



Besonderheiten bei der Bewertung international tätiger Unternehmen

Im Zuge der wachsenden Internationalisierung stehen Bewerter regelmäßig vor der Aufgabe, international tätige Unternehmen zu bewerten. Das IDW erkannte diese Entwicklung bereits und ergänzte schon im letzten Jahr den F&A Katalog zur praktischen Anwendung des IDW S 1 um das Thema Fremdwährung. Für die in fremder Währung anfallenden Zahlungen ist i.d.R. eine Bewertung unter Beachtung des Wechselkurses erforderlich.

Grundsätzlich gelten für die Bewertung international tätiger Unternehmen die bekannten betriebswirtschaftlichen Grundsätze der Unternehmensbewertung. Ein zutreffendes Bewertungsverfahren ist demnach das Ertragswertverfahren, wonach sich der Unternehmenswert aus der Summe zukünftiger Zahlungsüberschüsse, abgezinst auf den Bewertungsstichtag, ergibt. Für die Diskontierung der Zahlungsüberschüsse sind periodenspezifische Zinssätze heranzuziehen.

Handelt es sich um eine im Ausland entstehende zukünftige Zahlung, ist zudem ein zustandsabhängiger Wechselkurs zu berücksichtigen. Für die Bewertung ergeben sich hierbei zwei Möglichkeiten:

Zum einen können die im Ausland entstehenden Zahlungsüberschüsse in den jeweiligen Planjahren mit zukünftigen Wechselkursen umgerechnet werden (indirekte Methode). Alternativ kann zunächst der Barwert der im Ausland anfallenden Zahlungen in Fremdwährung bestimmt werden und im Anschluss in die heimische Währung mit dem zum Bewertungsstichtag geltenden Kurs

umgerechnet werden (direkte Methode).

Für beide Methoden sind verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. Bei der indirekten Methode muss auf Terminzinssätze, sog. Forward Rates, zurückgegriffen werden, da ein Wechselkurs für zukünftige Planjahre zum Zeitpunkt der Unternehmensbewertung nicht vorliegt. Der Terminzins kann dabei mit Hilfe von Kassazinsen (auch Spot Rates) zu verschiedenen Laufzeiten bestimmt werden, da Terminzinssätze implizit in der aktuellen Zinsstruktur enthalten sind.

Bei der direkten Methode gilt es zu beachten, dass für die Ermittlung des Barwerts zukünftiger im Ausland entstehender Zahlungen ein Diskontierungszinssatz aus Perspektive des Auslands herangezogen werden muss.

Insgesamt führen bei konsistenter Anwendung beide Ansätze – sowohl der Home-Currency- als auch der Foreign-Currency-Ansatz – zu einem identischen Unternehmenswert.

Bysikiewicz/Zwirner

Ertragswertverfahren nach IDW S 1, in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2017, S. 317 ff.



Literatur

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung, Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2019, in: Schwetzler/Aders (Hrsg.), Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2021, Düsseldorf, 2021, S. 9 ff.

Zwirner/Zimny

Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung – Hinweise des IDW, in: Lauterbach/Brauner, Berufsziel Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, Berlin, 2021, S. 163 ff.

Zwirner/Zimny

Bestimmung sachgerechter Kapitalkosten für den Goodwill-Impairment-Test in Zeiten der Corona-Pandemie, IRZ, 1/2021, S. 9 ff.

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.

Veranstaltungen

Termin

Thema

27./28.09.2021 Steuerliche Unternehmensbewertung

17.11.2021 Bilanzierung und Steuern 2021

18.11.2021 Aktuelles zur 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.

© 07/2021. 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