

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q2

2022

Rechtsprechung

Anlassbezogene Planung

Krisensituationen

Einfluss auf Unternehmensbewertungen

Wertbegriffe

Börsenwert vs. Unternehmenswert

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Unternehmensbewertung auf Grundlage anlassbezogener Planungen – KG Berlin, Beschluss v. 01.11.2021, 2 W 6/17

Mit Beschluss vom 01.11.2021 wurde durch das Kammergericht Berlin eine Anpassung der Ausgleichszahlung angesetzt, nachdem die Antragsteller im Verfahren unter anderem geltend machten, den Berechnungen des Unternehmenswerts liege eine anlassbezogene Planung zugrunde.

Das Bewertungsziel ist die Berechnung des sachgerechten Werts des Anteilseigentums. Diese angemessene Abfindung ergibt sich als anteiliger Unternehmenswert im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO, welcher mit einer anerkannten und rechtlich unbedenklichen Methode zu ermitteln ist, wie bspw. durch die Anwendung des Ertragswertverfahrens. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand des Ertragswertverfahrens bildet bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen ein aussagekräftiger Börsenkurs dabei regelmäßig die Untergrenze.

Der im vorliegenden Fall ermittelte Unternehmenswert leitet sich auf Basis einer anlassbezogenen Planung ab. Interne Planungsprozesse, welche eine anlassunabhängige Planung zur Verfügung stellen könnten, waren nicht vorhanden. Insbesondere bei jüngeren Unternehmen tritt es vermehrt auf, dass eine anlassunabhängige Planung nicht vorhanden ist und die Budgetierung demnach anlassbezogen erfolgt. Auch bei KMU ist es häufig der Fall, dass die Unternehmensführung keine anlassunabhängige regelmäßige Planung erstellt. Dies ist laut dem KG Berlin zulässig, da sog. Sonderplanungen, die lediglich für bestimmte Bewertungszwecke erstellt werden, nicht per se verworfen werden können, sondern einer kritischen Prüfung unterzogen werden müssen. Vor dem

Hintergrund anpassungsfähiger Unternehmensstrategien junger Unternehmen ist eine langfristige Unternehmensplanung oftmals nur erschwert möglich und äußert sich daher in anlassbedingten Anpassungen oder Erstellungen der Planungen. Im Umkehrschluss führt dies dazu, dass eine Beurteilung der Planungsrechnung nur in Abhängigkeit vom zugrunde liegenden Erstellungsanlass erfolgen kann. Die Problematik mit anlassbezogenen Planungen besteht darin, dass die Annahmen, die dem Anlass geschuldet der Planung zugrunde liegen, den Unternehmenswert verzerren bzw. in eine bestimmte Richtung lenken können. Dabei ist zu beachten, dass eine Planung, welche aufgrund eines bestimmten Anlasses angepasst wurde, korrigiert werden muss, sollten die Annahmen nicht plausibilisiert werden können. Dabei ist zu beachten, dass nicht jede anlassbedingte Anpassung oder Erstellung der Planung eine Negativplanung darstellt und einen Korrekturbedarf vorsieht. Das OLG Karlsruhe (12a W 7/15) betont die zukunftsorientierte Ausrichtung der Unternehmensplanung, was vielmehr für eine Einbeziehung der neuesten Entwicklungen zum Stichtag spricht und demnach die Abbildung neuer Erkenntnisse fordert.

Weitere Rechtsprechung

OLG Karlsruhe, 12a W 7/15, 01.04.2015
Spruchverfahren auf angemessene Barabfindung und Ausgleich für Minderheitsaktionäre nach Beherrschungsvertrag



Einfluss auf Unternehmensbewertungen

Die Auswirkungen einer Krise können für die (Welt-)Wirtschaft massiv sein. Im Zusammenhang mit der Erstellung von Planungsrechnungen stellt sich für Unternehmen die Frage, wie die künftigen Entwicklungen sachgerecht und plausibel quantifiziert werden können. In diesem Zusammenhang ist auch die sog. Wurzeltheorie des BGH zu beachten. Diese besagt, dass nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung alle Ereignisse, die in der Wurzel bereits zum Bewertungsstichtag angelegt sind und deren künftige Entwicklung zum Bewertungsstichtag absehbar war, Eingang in die Planung finden müssen. Eine sachgerechte Planung repräsentiert dementsprechend einen Erwartungswert, d.h., Eingang in die Planung finden neben den wahrscheinlichsten Entwicklungen auch Szenarien, die u.U. sehr unwahrscheinlich sein können. Dabei hat die Vergangenheit gezeigt, dass Krisensituationen in der Weltwirtschaft wiederkehrend sind und die Ertragslage sowie das Geschäftsmodell der Unternehmen erheblich beeinflusst werden können. Das Risiko ist regelmäßig auch zu Nicht-Krisenzeiten abzubilden, da auf eine langfristige und sachgerechte Planung abgestellt wird und die Wahrscheinlichkeit, wenn auch sehr gering, einer künftigen Krisensituation bestehen bleibt. Die Darstellung dieser Risiken spiegelt nicht nur weltwirtschaftliche Einflussfaktoren und Ausnahmesituationen – wie den Ukraine-Konflikt oder die Corona-Pandemie – wider, sondern beinhaltet gleichermaßen unternehmensspezifische Risikofaktoren. Diese hängen unter anderem vom Geschäftsmodell, von der Unternehmensgröße sowie zum Teil

auch vom Standort ab und sind individuell zu planen und mit einer plausiblen Eintrittswahrscheinlichkeit abzubilden. Die Eintrittswahrscheinlichkeiten können sich in Szenariorechnungen und Sensitivitätsanalysen abbilden lassen. Diese geeigneten Instrumentarien dienen zur transparenten und erwartungstreuen Darstellung zukünftiger Entwicklungen. Eine Szenarioanalyse sollte mindestens drei mögliche zukünftige Entwicklungen abbilden: ein Base-Case-Szenario, ein optimistischeres und ein pessimistischeres Szenario. Ferner muss auch die Notwendigkeit einer kurz- bis mittelfristigen Zuführung von Liquidität zur Sicherung der Unternehmensfortführung geprüft werden (Stichwort: going concern). Auch Bilanzierungs- und Bewertungsfragen erfordern Annahmen hinsichtlich der Zukunft. Im Hinblick auf die (Welt-)Wirtschaft stellen beispielhaft die Corona-Pandemie und der Ukraine-Konflikt Ereignisse mit weitreichenden Folgen dar. Die Reaktionen auf solche einschneidenden Ereignisse sind auf den Kapitalmärkten sowie auch in der Realwirtschaft spürbar. Der FAUB des IDW hat zu beiden Ereignissen (Corona-Pandemie und Ukraine-Konflikt) jeweils einen fachlichen Hinweis veröffentlicht und Stellung zu den Auswirkungen der beiden Krisen auf Unternehmensbewertungen genommen.

Zwirner/Zimny

Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen: Fachlicher Hinweis vom FAUB des IDW vom 20.03.2022, Der Betrieb, 19/2022, S. 1149 ff.



Börsenwert vs. Unternehmenswert

Der Börsenwert einer Gesellschaft ergibt sich durch die Multiplikation des Börsenkurses an einer Börse mit den ausstehenden Aktien des betreffenden Unternehmens. Die Kursbildung an der Börse erfolgt durch Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage. Letztlich handelt es sich bei der Börse um einen Marktplatz, an dem Käufer und Verkäufer ihre Wertpapiere handeln. Der ausgewiesene bzw. ermittelte Börsenkurs entspricht dem Wert, zu dem die höchsten Umsätze an der Börse mit der betreffenden Aktie generiert werden, mithin wo es die meisten Überschneidungen zwischen Angebot und Nachfrage gibt. Dass es regelmäßig zahlreiche verkaufs- und kaufwillige Marktteilnehmer gibt, die andere Preisvorstellungen haben als den berechneten Börsenkurs, spiegelt sich in diesem insofern nicht wider. Beim Börsenkurs handelt es sich um eine Verdichtung der Wertvorstellungen zahlreicher individueller Marktteilnehmer. Wie diese individuellen Wertvorstellungen jeweils zustande kamen, kann regelmäßig nicht beurteilt werden. Nicht zuletzt wird die Wertvorstellung der einzelnen Aktionäre durch die öffentlich zugänglichen Unternehmensinformationen geprägt. Je höher die Informationseffizienz an den Kapitalmärkten ist bzw. je mehr Informationen öffentlich zugänglich sind, desto eher ist davon auszugehen, dass diese Informationen im Wesentlichen von den Aktionären bei deren Entscheidungen eingepreist werden. Der Börsenwert kann daher als ein Indiz für eine erste Einschätzung in Bezug auf den Wert eines Unternehmens gesehen werden, ist aber regelmäßig vom Unternehmenswert abzugrenzen.

Es existiert keine allgemeinverbindliche oder gar legale Definition des Begriffs „Unternehmenswert“. Der Unternehmenswert wird durch den subjektiven Nutzen bestimmt, den die Unternehmenseigner aus diesem ziehen können. Dabei kann der subjektive Nutzen des Unternehmenseigentums finanzielle und nicht finanzielle Bestandteile umfassen. In der Unternehmensbewertungslehre wird unter dem finanziellen Nutzen regelmäßig die Fähigkeit eines Unternehmens verstanden, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Inwiefern ein Börsenwert als Schätzgrundlage für die Ermittlung eines Unternehmenswerts herangezogen werden kann, hängt insbesondere auch davon ab, wie aussagekräftig die jeweilige Preisbildung an der Börse ist. Während bei großen börsennotierten Unternehmen am organisierten Markt, bei denen teilweise mehrere Millionen Aktien täglich gehandelt werden, noch annähernd davon ausgegangen werden kann, dass die Preisbildung dahingehend stabil ist, dass Aktionäre zu dem jeweiligen Kurs Veräußerungen auch tatsächlich vornehmen könnten, ist dies bei mittelständischen Unternehmen, deren Aktien lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, nicht zwingend der Fall.

Zwirner/Busch/Zimny

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



Literatur

Zwirner/Zimny

Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen, Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (IRZ) 6/2022, S. 253 ff.

Zwirner/Zimny

Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen, Fachlicher Hinweis des FAUB des IDW vom 20.3.2022, Der Betrieb (DB) 19/2022, S. 1149 ff.

Zwirner/Zimny

Implikationen der Inflationsrate im Rahmen von Unternehmensbewertungen, Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (IRZ) 1/2021, S. 9 ff.

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.

Veranstaltungen

Termin

Thema

20.06.22

Spezialthemen in der Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung

01.07.22

Grundlagen der Jahresabschlusserstellung

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.

© 06/2022. 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