

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q2

2023

Rechtsprechung

Maßgeblichkeit von Börsenkursen

Kapitalisierungs- faktor

Entwicklung des Basiszinssatzes und
des Leitzinses

Brutto vs. Netto

Anwendung der Brutto- und
Nettomethode innerhalb der
Unternehmensbewertung

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Bestimmung der Angemessenheit der Abfindung und des festen Ausgleichs basierend auf dem Börsenkurs – BGH-Beschluss v. 21.02.2023, II ZB 12/21

Der BGH hat mit dem Beschluss vom 21.02.2023 (II ZB 12/21) im Rahmen eines Spruchverfahrens entschieden, dass der zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 Abs. 1 AktG heranzuziehende Unternehmenswert anhand des Börsenwerts der Gesellschaft geschätzt werden kann. Das Gericht bestimmte den Unternehmenswert auf Basis des Durchschnittskurses innerhalb des Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Stichtag der Bekanntmachung der Maßnahme. Gemäß § 304 AktG steht Minderheitsaktionären, die von einem Beherrschungsvertrag betroffen sind, das Recht auf Ausgleichszahlungen (§ 304 Abs. 1 AktG) sowie eine angemessene Barabfindung (§ 305 Abs. 1 AktG) zu. Nach Ansicht des Senats ist die marktorientierte Bewertungsmethode zur Heranziehung des Börsenwerts einer Gesellschaft grundsätzlich für die Bestimmung der angemessenen Abfindung der Aktionäre nach § 305 Abs. 1 AktG geeignet. Der BGH verdeutlicht weiter, dass eine Abweichung, von der im Bewertungsgutachten und von dem Vertragsprüfer verwendeten Methode zulässig ist, wenn eine Gebundenheit an eine Methodenwahl nicht vorliegt. Der Senat beantwortet die Rechtsfrage, ob der Börsenwert eine geeignete Methode für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 Abs. 1 AktG sein kann. Bis dato war die marktorientierte Bewertungsmethode mit Blick auf den Wortlaut des § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG zum Teil abgelehnt worden. Hiernach sollen die (künftigen) Ertragsaussichten maßgeblich sein, worin eine gesetzliche Festschreibung der Ertragswertmethode gesehen wurde. Aus dem vorliegenden Beschluss des

BGH geht hervor, dass der Wortlaut nicht als Ausschluss einer marktorientierten Bewertungsmethode zu verstehen sei. Die Begründung liegt in dem Ausdruck der künftigen Erfolgsaussichten im jeweiligen Börsenkurs. Die künftigen Ertragsaussichten einer Gesellschaft sollen in einem funktionierenden Kapitalmarkt zutreffend bewertet sein. Weiter unterstütze das Heranziehen des Börsenkurses die Gesetzessystematik zwischen §§ 304 und 305 AktG, da dadurch die Bestimmung der angemessenen Abfindung sowie die Ausgleichszahlung auf dem Börsenkurs basieren. Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens stehe, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, des DCF-Verfahrens und ausnahmsweise des Liquidationswerts, als Methode mit Art. 14 GG in Einklang. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die primäre Bewertung auf Basis des Börsenkurses zukünftig deutlich an Relevanz gewinnen. Damit einhergehend dürften intensive Analysen verbunden sein, ob und inwiefern ein bestehender Börsenkurs auch tatsächlich aussagekräftig ist.

Weitere Rechtsprechung

OLG Frankfurt, 21 W 139/19, 26.04.2021
Bestimmung der angemessenen Abfindung für
Minderheitsaktionäre allein anhand des Börsenkurses möglich



Entwicklung des Basiszinssatzes und des Leitzinses

Ab Anfang des Jahres 2021 stieg die Inflation rasant an und erreichte im Oktober 2022 ein bisheriges Rekordniveau im vereinten Deutschland von 10,4%. Insgesamt lag die Inflationsrate für Deutschland im Jahr 2022 bei durchschnittlich 6,9% im Vergleich zum Vorjahr. Als Inflationstreiber können Effekte der Corona-Pandemie sowie des russischen Angriffskriegs in der Ukraine und die damit einhergehenden wirtschaftlichen Folgen genannt werden. Die Folgewirkungen der Inflation werden auch bei den Leitzinsen der EZB deutlich. Seit Anfang Mai 2023 beträgt der EZB-Leitzins 3,75% (Hauptrefinanzierungsgeschäft). Die EZB sowie weitere Zentralbanken weltweit haben den Leitzins als geldpolitisches Instrument zur Bekämpfung der hohen Inflation eingesetzt. Dabei hat die EZB seit 2022 bereits sieben Mal in Folge den Leitzins angehoben. Die Leitzinserhöhungen werden seitens der Zentralbanken mit der weiterhin hohen Inflation begründet. Die EZB strebt ein Inflationsziel von mittelfristig 2,00% an. Es ist zwar aktuell ein leichter Rückgang der Inflation zu beobachten, die Inflationsaussichten belaufen sich jedoch immer noch deutlich über dem Inflationsziel. Derartige Marktentwicklungen setzen Banken sowie Marktteilnehmer unter Druck. Es sind deutliche Effekte bei den Fremdfinanzierungskosten für Unternehmen zu beobachten. Insbesondere Unternehmen mit einer hohen Fremdkapitalquote sind von den steigenden Fremdkapitalkosten und der erhöhten Zinsbelastung betroffen. Im Falle einer bevorstehenden Umschuldung mit ungünstigeren Konditionen steigt die Zinslast der Unternehmen und belastet das Ergebnis. Auch im

Zusammenhang mit bewertungsrelevanten Fragestellungen sind die Auswirkungen der Leitzinserhöhungen deutlich spürbar. Zum einen belasten höhere Zinsaufwendungen die Ertragskraft der Unternehmen und zum anderen wird der Kapitalisierungszinssatz beeinflusst. Der für Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 maßgebliche Basiszinssatz beläuft sich zum 31.05.2023 gerundet auf 2,50%. Noch zu Beginn des Jahres 2022 belief er sich auf 0,10%. Der für Unternehmensbewertungen maßgebliche Basiszinssatz korreliert somit mit dem Leitzins. Der Anstieg des Basiszinssatzes von 0,10 % auf 2,50% hat einen Anstieg der Kapitalkosten (bei ansonsten gleichen Annahmen) zur Folge. Wenn der Zinssatz steigt, sinkt der Unternehmenswert bei ansonsten unveränderten Bedingungen. Die aktuellen Zinserhöhungen schließen ein weiteres Ansteigen des Basiszinssatzes nicht aus. Anders ausgedrückt sinken derzeit die Unternehmenswerte, ohne dass diese Wertreduzierungen auf einer veränderten Ergebnislage der bewerteten Unternehmen beruhen. Es besteht die Gefahr, dass aufgrund der aktuellen Kapitalmarktbedingungen Unternehmenswerte längerfristig unter Druck geraten.

Zwirner/Zimny

Auswirkungen der steigenden Inflationsrate auf die Rechnungslegung – Implikationen der Inflationsrate und steigender Zinsen auf die Bilanz und GuV, KoR, 1/2023, S. 14-19



Anwendung der Brutto- und Nettomethode innerhalb der Unternehmensbewertung

Eine Unternehmensbewertung kann bei kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren sowohl nach einer Bruttomethode (Entity-Bewertung) als auch nach einer Nettomethode (Equity-Bewertung) erfolgen. Die Gemeinsamkeiten der Methoden liegen darin, dass in beiden Fällen zukünftige Überschüsse abgeleitet und diese auf den Stichtag abgezinst werden. Dabei wird bei beiden Methoden zur Abzinsung der finanziellen Überschüsse der Zinssatz einer alternativen (risikoadäquaten) Kapitalanlage herangezogen. Bei der Bruttomethode wird vom Entity-Value, d.h. vom Gesamt-unternehmenswert (auf Fremd- und Eigenkapitalgeber entfallender Unternehmenswert) der Marktwert des verzinslichen (Netto-)Fremdkapitals abgezogen, um den Equity-Value (Marktwert des Eigenkapitals) zu bestimmen.

Um zu sachgerechten Unternehmenswerten zu gelangen, dürfen die jeweiligen Bestandteile einer Bruttomethode nicht mit denen einer Nettomethode vertauscht werden. Sofern bspw. bei der Abzinsung von Cashflows an die Eigenkapitalgeber ein durchschnittlicher gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) verwendet wird, führt dies zwangsläufig zu falschen Unternehmenswerten. Innerhalb der Bruttomethoden ist wiederum zu beachten, dass nicht bei jeder Bruttomethode ein WACC zur Abzinsung der finanziellen Überschüsse zum Ansatz gelangt. So erfolgt die Abzinsung der finanziellen Überschüsse im Rahmen des Adjusted Present Value-Ansatzes (APV-Ansatz) mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten, weil im ersten Schritt der Marktwert des fiktiv unverschuldeten Unternehmens bestimmt wird. Im zweiten Schritt wird

beim APV-Ansatz der Wertbeitrag der anteiligen Fremdkapitalfinanzierung (sog. Tax Shield) gesondert ermittelt. In jedem Fall muss vom Gesamtunternehmenswert noch das verzinsliche (Netto-)Fremdkapital abgezogen werden, um zum Marktwert des Eigenkapitals zu gelangen.

Diese Systematik besitzt ihre Gültigkeit auch bei der Unternehmensbewertung auf Basis von Multiples.

Je nach Multiple wird im ersten Schritt der Gesamtunternehmenswert oder direkt der Marktwert des Eigenkapitals bestimmt. Eine häufige Fehlerquelle ist dabei, dass missachtet wird, dass bei Bezugsgrößen, die sich in der GuV oberhalb des EBIT befinden (Umsatz-Multiples, EBITDA-Multiples oder EBIT-Multiples), das Ergebnis im ersten Schritt ein Unternehmensgesamtwert, mithin ein Entity-Value, ist. Um zum Marktwert des Eigenkapitals (Equity-Value) zu gelangen, muss noch der Marktwert des verzinslichen (Netto-)Fremdkapitals abgezogen werden. In der Praxis werden häufig auf Basis von Ertragswerten ermittelte Unternehmenswerte (Equity-Value) mittels EBIT-Multiples plausibilisiert. Eine entsprechende Plausibilitätsüberlegung läuft dann regelmäßig ins Leere, wenn beim Ergebnis des EBIT-Multiples nicht das verzinsliche (Netto-)Fremdkapital abgezogen wird.

Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung –
Bewertungsanlass und Rückschaufehler, StuB, 08/2023,
S. 349-350



Literatur

Zwirner/Zimny

Bilanzielle Bewertung von (risikobehafteten) Forderungen, BGH-Urt. V. 9.2.2023 – III ZR 117/20, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC), 5/2023, S. 205-206

Zwirner/Zimny

Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Bewertungsanlass und Rückschaufehler, NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), 08/2023, S. 349-350

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Deutsche Bundesbank erhöht den Basiszins nach § 247 BGB auf 1,62 % zum 1.1.2023, Auswirkungen auf Verzugszinsen nach § 288 BGB sowie mögliche steuerliche Folgen und handelsrechtliche Berichtspflichten, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC) 2/2023, S. 62-63

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Bilanzierung und Berichterstattung im handelsrechtlichen Abschluss und Lagebericht vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsraten, Die Wirtschaftsprüfung (WPg) 3/2023, S. 117-123

Zwirner/Zimny

Auswirkungen der steigenden Inflationsrate auf die Rechnungslegung – Implikationen der Inflationsrate und steigender Zinsen auf die Bilanz und GuV, Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR) 1/2023, S. 14-19

Zwirner/Zimny

Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung – Hinweise des IDW, Berufsziel Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, Edition Wissenschaft und Praxis, Verlag Duncker & Humblot, 2022, Berlin, S. 143-158

Veranstaltungen

Termin

Thema

11.07.2023

Auswirkungen der Inflation auf die Rechnungslegung, Berichterstattung, Bewertung

13.07.2023

Personengesellschaften in der Praxis

23.11.2023

Aktuelles Steuer- und Bilanzrecht

i

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.

© 06/2023. 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