

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q3

2016

Rechtsprechung

BGH II ZB 25/14

Kapitalisierungs- zinssatz

Neue FAUB Empfehlung

Fairness Opinions

Sinn & Zweck

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Angemessenheit der Barabfindung bei einem Squeeze Out – BGH-Beschluss vom 12.01.2016, II ZB 25/14 –

Die Beweggründe für die Durchführung einer Unternehmensbewertung sind vielfältig. Das Ziel einer Unternehmensbewertung ist, den angemessenen Wert eines Unternehmens festzustellen. Insbesondere im Zusammenhang mit der Ermittlung von Ausgleichsansprüchen – bspw. bei einem sog. Squeeze Out – ist die Angemessenheit der Abfindung von Minderheitsaktionären sicherzustellen. Dies erfordert die Ermittlung eines (anteiligen) Unternehmenswerts, wobei sich Berater hierbei mit verschiedensten Herausforderungen auseinandersetzen müssen. Im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung bei einem Squeeze Out stellt sich regelmäßig die Frage nach dem „wahren“ Wert der Unternehmung bzw. des Anteils des jeweiligen Aktionärs. Bislang wurde in der Rechtsprechung und Praxis die Auffassung vertreten, dass bei der Ableitung des Unternehmenswerts Methodenfreiheit herrscht, jedoch regelmäßig das Ertragswertverfahren oder das DCF-Verfahren anzuwenden sei. Mit dem Beschluss vom 12.01.2016 des BGH wurde diese Ansicht bestätigt. So stellt der BGH fest, dass die Frage über die Eignung einer Bewertungsmethode keine Rechtsfrage sei, sondern der gängigen Bewertungstheorie und -praxis zu entsprechen habe. Weiterhin ergänzt der BGH, dass die Bewertungsmethode jedoch die individuellen Umstände der Unternehmung zu berücksichtigen habe. So scheidet eine Methode aus, sollte sie den „wahren“ Unternehmenswert nicht zutreffend abbilden können. Hierdurch wird deutlich, dass die Angemessenheit

einer Abfindung im Falle eines Squeeze Outs nicht von der Wahl der Methode abhängig ist, sofern diese den „wahren“ Wert zutreffend abbilden kann. Im Hinblick auf die Untergrenze führt der BGH aus, dass die Abfindung in keinem Fall geringer als der Verkehrswert der Aktie sein darf. Darüber hinaus ist bei der Abfindung auch der Börsenkurs zu berücksichtigen, wobei dieser nicht die einzige Bemessungsgrundlage darstellt. Vielmehr ist die Ermittlung der Höhe der Abfindung ein Zusammenspiel aus dem berechneten Unternehmenswert und dem Börsenkurs. Nach Auffassung des BGH – mit Verweis auf den Beschluss des BVerfG vom 26.04.2011 (ZIP 2011, 1051 Rn. 24) – stellt jedoch der Börsenkurs regelmäßig die Wertuntergrenze für die (angemessene) Barabfindung der Minderheitsaktionäre dar.

Weitere Rechtsprechung

OLG Frankfurt a.M. – 21 W 69/14, 05.02.2016,
Durchschnittskurs nach § 5 WpÜG-AngebV als mögliche
Schätzgrundlage für Verkehrswert der Aktie

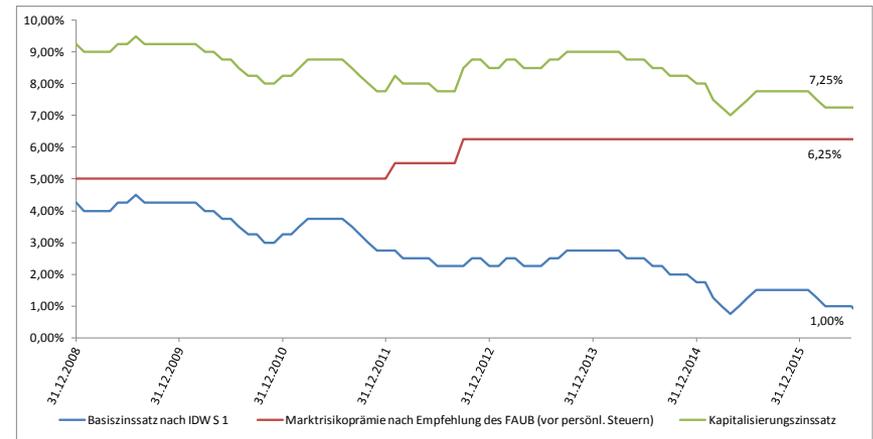
OLG Karlsruhe – 12a W 5/15, 22.06.2015,
Handelsvolumen als grundsätzlicher Indikator der
Marktengte

§

Aktuelles zum Kapitalisierungsfaktor – Neue Rundung des Basiszinssatzes –

Einen wesentlichen Einflussfaktor für die Bestimmung des Unternehmenswerts stellt der Kapitalisierungszinssatz dar. Mithilfe des Zinssatzes werden die finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Aktuell wird die Praxis der Unternehmensbewertung vom langanhaltenden Niedrigzinsniveau beherrscht. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW wird als Datenbasis auf die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten zurückgegriffen. Der aus diesen Zinsstrukturdaten abgeleitete Wert wird grundsätzlich zur Ermittlung des einheitlichen Basiszinssatzes auf 1/4%-Punkte gerundet. Vor dem Hintergrund der langanhaltenden Niedrigzinsphase wurde vom FAUB am 13.07.2016 eine neue Empfehlung im Hinblick auf die Basiszinssatzrundung ausgesprochen. So wird empfohlen, künftig bei einem von den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten abgeleiteten Zinssatz von weniger als 1,00% eine Rundung auf nunmehr 1/10%-Punkte vorzunehmen. Hierzu wurde eine entsprechende Ergänzung der F&A zu IDW S 1 i.d.F. 2008, Frage 3.2 angefügt. Der für die Unternehmensbewertung nach IDW S 1 maßgebliche Basiszinssatz belief sich zum 30.06.2016 (1/4%-Rundung) auf 1,00%. Zum 31.08.2016 beträgt der nach IDW S 1 relevante Basiszinssatz nach der neuen 1/10%-Rundung lediglich 0,60%. Bei Anwendung der 1/4%-Rundung würde der Zinssatz zum 31.08.2016 0,50% betragen.

Da der Unternehmenswert unmittelbar von der Höhe des maßgeblichen Zinssatzes abhängt, variieren die Unternehmenswerte entsprechend. Wenn der Zinssatz sinkt, steigt der Unternehmenswert bei ansonsten unveränderten Bedingungen. Folgende Übersicht verdeutlicht die Entwicklung des maßgeblichen Kapitalisierungszinssatzes.



Ausführlich unter:

http://www.kleeberg.de/fileadmin/download/uBew/Kleeberg_Basiszinssaetze.pdf

i

Sonderaspekte der Unternehmensbewertung – Sinn & Zweck von Fairness Opinions –

Fairness Opinions geben eine fachliche Stellungnahme zum Ergebnis eines Entscheidungsprozesses ab, insbesondere zur finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises im Rahmen einer unternehmerischen Initiative (IDW S 8, Tz. 2). Damit einher gehen i.d.R. zeitliche Restriktionen sowie ein eingeschränkter Informationszugang. Zu den unternehmerischen Initiativen zählen beispielsweise der Kauf oder Verkauf von Unternehmen, Unternehmensanteilen oder wesentlichen Vermögenswerten, öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote i.S.d. WpÜG, bedeutende Investitionsentscheidungen, Finanzierungsentscheidungen, gerichtliche Auseinandersetzungen, Nachverhandlungen und Kaufpreisanpassungen, Transaktionen zwischen nahe stehenden Personen und Restrukturierungsmaßnahmen. Fairness Opinions stellen keine Unternehmensbewertung im herkömmlichen Sinne dar, insbesondere treffen sie keine Aussagen darüber, ob ein vorteilhafterer Transaktionspreis mit anderen Parteien erzielbar wäre. Sie vermögen somit eine reguläre Unternehmensbewertung i.S.v. IDW S 1 nicht zu ersetzen, so dass eine diesbezügliche Klarstellung zur Abgrenzung der Pflichtenkreise von Auftraggeber und Wirtschaftsprüfer auch in der Auftragsvereinbarung zu treffen ist (IDW S 8, Tz. 14). Sinn und Zweck einer Fairness Opinion ist es vielmehr – im Gegensatz zu einer Unternehmensbewertung oder Abschlussprüfung –, die zuständigen Unternehmensorgane bei der Absicherung und Dokumentation der für die

Durchführung von Transaktionen herangezogenen Entscheidungsgrundlagen zu unterstützen. Der Bericht bzw. die Berichterstattung zur Fairness Opinion besteht aus dem Opinion Letter, dem Valuation Memorandum und ggf. dem Factual Letter. Auf Basis dieser Unterlagen können die Entscheidungsträger darlegen, dass sie auf der Basis angemessener Informationen i.S.d. in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG fixierten aktienrechtlichen Sorgfaltspflichten gehandelt haben. Eine Fairness Opinion ist damit das Instrument zur Absicherung in Entscheidungsprozessen für Vorstände, Aufsichtsräte, Beiräte, GmbH-Geschäftsführer und GmbH-Gesellschafter sowie weitere zuständige Entscheidungsgremien. Zugleich liefert sie einen wichtigen Beitrag zur Reduktion von Informationsasymmetrien zwischen dem Management bzw. den Aufsichtsgremien und den Anteilseignern (IDW S 8, Tz. 9).



Opinion Letter

Valuation
Memorandum

Factual Letter

Literatur

Zwirner/Zimny

E-Business: #Neuland für die Unternehmensbewertung, Betriebs-Berater (BB), 32/2016, S. 1899 ff.

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung - Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2015, CORPORATE FINANCE (CF), 7-8/2016, S. 272 ff.

Zwirner/Zimny

Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht (IDW ES 13), Der Betrieb (DB), 5/2016, S. 241 ff.

Zwirner/Kähler

(Unternehmens-)Bewertung beim Delisting: Auswirkungen der Neuregelung des § 39 BörsG auf KMU, Betriebs-Berater (BB), 3/2016, S. 171 ff.

Zwirner/Kähler/Zimny

Grundlagen der Unternehmensbewertung, Praxishinweise für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU), NWB Unternehmensteuern und Bilanzen (StuB), 23-24/2015, S. 897 ff.

Zwirner/Kähler

Länderrisiken im Rahmen von Unternehmensbewertungen, Der Betrieb (DB), 30/2015, S. 1674 ff.

Veranstaltungen

Termin	Thema
26./27.09.2016	Steuerliche Unternehmensbewertung - Aufbaukurs
06.10.2016	Erbschaftsteuer und Gestaltungsüberlegungen
20.10.2016	Rückstellungen in der Praxis
14.11.2016	Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung
23.11.2016	Bilanzierung von Personengesellschaften
24.11.2016	Handelsrecht und steuerliche Gewinnermittlung

Für unsere Mandanten:

Dr. Kleeberg & Partner GmbH
Mandantenveranstaltung 2016

Diverse Themen zur Unternehmensbewertung

Do. 13. Oktober 2016 – The Charles Hotel,
80333 München
Beginn: 13:45 Uhr



Sprechen Sie uns jederzeit gerne zu diesen oder weiteren Themen an!

Weitere Informationen unter:
www.unternehmensbewertung.de
www.kleeberg.de
unternehmensbewertung@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 Horwath International

München | Hamburg

www.kleeberg.de
www.crowekleeberg.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.

© 09/2016. 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, photo-mechanischem 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.