

# VALUE

---

DER KLEEGERG NEWSLETTER

Q3

2020

## Rechtsprechung

Net Asset Value: geeignetes Verfahren  
zur Bewertung von  
Immobilien-gesellschaften und  
vermögensverwaltenden Gesellschaften

## Kapitalkosten

Implikationen zwischen Basiszinssatz  
und Marktrisikoprämie

## Impairment Tests

Zeitnahe Berücksichtigung der Corona-  
Pandemie

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## NAV geeignet zur Bewertung von vermögensverwaltenden und Immobilien-gesellschaften – OLG Karlsruhe, Beschluss v. 25.05.2020, 12 W 17/19

Im Zusammenhang mit der Bewertung einer vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze-outs gem.

§ 327a AktG entschied das OLG Karlsruhe mit Beschluss vom 25.05.2020 (Az.: 12 W 17/19), dass für die Bestimmung des Unternehmenswerts die Net-Asset-Value-Methode (NAV) ein geeignetes Verfahren darstelle. Bei Immobiliengesellschaften werde in der Bewertungspraxis häufig anstelle des Zukunftserfolgswerts auf den NAV zurückgegriffen. Der Wert eines solchen Unternehmens mit Bestandscharakter werde primär durch die nachhaltige Ertragskraft des Immobilienvermögens bestimmt, die im Markt- bzw. Verkehrswert seines Immobilienbestands zum Ausdruck komme. Die NAV-Methodik umfasst eine Gegenüberstellung von Vermögen und Schulden zu Marktwerten (Zeitwerten), bei der auch der Barwert der Verwaltungskosten in Abzug zu bringen sei.

Die Verwaltungskosten seien dem OLG Karlsruhe folgend abzusetzen, weil diese die finanziellen Lasten darstellen, die mit der unterstellten Fortführung voraussichtlich einhergehen und sich damit auch im Unternehmenswert niederschlagen. Eine Diskontierung dieser Kosten ist erforderlich, weil es sich dabei um künftige, immer wieder neu anfallende Aufwendungen handelt.

Die NAV-Methode sei ein Bewertungsverfahren, das sich auf europäischer Investment- und Analystenebene für Immobiliengesellschaften durchgesetzt habe. § 168 KAGB normiere den NAV als gesetzliche Bewertungsregel für

offene Immobilienfonds. Insgesamt handele es sich bei der NAV-Methode um ein allgemein anerkanntes Bewertungsverfahren, soweit es um die Bewertung von vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften geht. Als Nettoinventarwert hat der NAV nach Maßgabe von § 168 KAGB zwischenzeitlich Eingang in die gesetzliche Bewertung offener inländischer Publikumsinvestmentvermögen gefunden.

Entscheidend für die Ermittlung des in der Rechtsprechung geforderten „wirklichen“ respektive „wahren“ Unternehmenswerts ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist. Anhaltspunkte dafür, dass die NAV-Methode gleichwohl in Wissenschaft und Praxis keine Anerkennung fände, gibt es nicht.

Insgesamt bestätigt das OLG Karlsruhe mit seinem aktuellen Beschluss die zunehmende rechtliche Akzeptanz der NAV-Methode bei vermögensverwaltenden oder Immobiliengesellschaften.

### Weitere Rechtsprechung

OLG München – 31 Wx 34/17, 11.03.2020  
Barabfindung bei Abschluss eines BGAV



## Implikationen zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie

Der für Zwecke der (Unternehmens-)Bewertungen relevante Basiszinssatz nach IDW S 1 verharrt seit mehreren Monaten gerundet bei 0,00 %. Zum 01.06.2020 war der Basiszinssatz gerundet mit -0,10 % im negativen Bereich. Zu der Frage, ob im Rahmen von (Unternehmens-)Bewertungen der Ansatz eines negativen Basiszinssatzes zu erfolgen hat, hat sich der FAUB des IDW weiterhin 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. In der Unternehmensbewertungspraxis wird dieser Ansicht zunehmend gefolgt, sodass keine „Grenze“ bei einem Niveau von 0,00 % gezogen wird.

Neben den unmittelbaren Auswirkungen auf den Basiszinssatz als Bestandteil der Kapitalkosten selbst stellt sich auch die Frage nach den Auswirkungen des niedrigen oder ggf. negativen Basiszinssatzes auf die angemessene Höhe der Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie selbst kann am Markt nicht direkt beobachtet werden. Rechnerisch handelt es sich um die Differenz zwischen der am Markt beobachtbaren (Gesamt-)Marktrendite und dem risikolosen Basiszinssatz. Für den Ansatz der Marktrisikoprämie erfolgt in der Praxis regelmäßig eine Orientierung an den Empfehlungen des FAUB des IDW, die in unregelmäßigen Zeitabständen aktualisiert werden. 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.

Für die Bewertungspraxis ergibt sich bezüglich der Bandbreitenempfehlungen des FAUB die Herausforderung, die angemessene Höhe der Marktrisikoprämie vor dem Hintergrund der langfristig drohenden negativen Basiszinssätze zu bestimmen. Unklar ist bspw., welche Höhe des Basiszinssatzes bezogen auf die (Gesamt-)Marktrenditen rechnerisch dem Ansatz am oberen, am unteren Ende oder im Mittel der Bandbreite des FAUB entspricht. Ein Ansatz zur Objektivierung könnte darin bestehen, nicht die Höhe der Marktrisikoprämie im Rahmen von Bandbreiten vorzugeben, sondern die tatsächlich beobachtbare (Gesamt-)Marktrendite zu veröffentlichen, sodass der Bewerter unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag vorherrschenden Zinsniveaus bezüglich des Basiszinssatzes die Marktrisikoprämie rechnerisch nachvollziehbar und transparent ableiten kann. Dieser Ansatz würde dem Vorgehen der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (KSW) in Österreich entsprechen.

### Zwirner/Zimny

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



## Zeitnahe Berücksichtigung der Corona-Pandemie

Die Corona-Pandemie stellt für zahlreiche Unternehmen eine extreme wirtschaftliche Belastung dar. Auch nach mehreren Monaten seit Ausbruch der Pandemie ist die künftige (wirtschaftliche) Entwicklung mit sehr vielen Unsicherheiten behaftet. Für Bilanzierende ergeben sich dadurch nicht zu vernachlässigende Auswirkungen für den Impairment Test nach IFRS, bspw. weil die Marktkapitalisierung eines Unternehmens unter den Buchwert des Eigenkapitals des betreffenden Unternehmens gefallen ist oder bisherige Planannahmen im Zusammenhang mit bisherigen Impairment Tests revidiert bzw. deutlich nach unten angepasst werden müssen. Ergeben sich unterjährig Anhaltspunkte für eine eingetretene Wertminderung – wovon im Kontext der Auswirkungen der Corona-Krise auf Wirtschaft, Zukunftsaussichten und Marktkapitalisierung der Unternehmen auszugehen ist –, sind, basierend auf diesem *triggering event* die notwendigen Impairment Tests für die unter IAS 36 fallenden Vermögenswerte vorzunehmen.

Nach IAS 34.28 gilt die Verpflichtung zur Vornahme von Impairment Tests nicht nur für Jahres- und Konzernabschlüsse, sondern auch für Zwischenabschlüsse, d.h. Quartals- und Halbjahresabschlüsse. Handlungsbedarf besteht daher für zahlreiche Unternehmen bereits jetzt und nicht erst mit Ablauf des Geschäftsjahres. Es ist in diesem Zusammenhang daher regelmäßig nicht ausreichend, die Auswirkungen der Corona-Krise zu beobachten bzw. abzuwarten, wie sich die Situation zum Geschäftsjahresende, bspw. per 31.12.2020, darstellen wird.

Die mit der Corona-Krise einhergehenden Kurseinbrüche stellen ein Anzeichen für einen potenziellen Wertminderungsbedarf eines aktivierten Goodwills sowie bilanzierter Beteiligungen und anderer Vermögenswerte dar. Es kommt hierbei auf eine zeitlich über den aktuellen Krisenzustand hinausgehende Betrachtung und Einschätzung an.

Durch die Corona-Krise vermutet eingetretene Wertminderungen müssen vor dem Hintergrund eines ganzheitlichen Ansatzes betrachtet werden. Wichtig sind hierbei vor allem die mittel- bis langfristige Zukunftsprognose und Planung. Die Bilanzierenden stehen vor der Herausforderung, die sich aus der aktuellen Corona-Krise ergebenden Auswirkungen langfristig einschätzen zu müssen. Hierbei sind die Planungen über einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren hin zu überprüfen und ggf. anzupassen. Aus der aktuellen Krise heraus, unmittelbar einen erheblichen Wertminderungsaufwand zu erfassen, dürfte regelmäßig keine sachgerechte Quantifizierung der Auswirkungen der Corona-Krise darstellen. Vielmehr würde sich dann die Gefahr einer sich katalytisch verstärkenden Krise ergeben – im Sinne einer *self-fulfilling prophecy*. Daher ist bei den aktuell anlassbezogenen Wertminderungstests große Sorgfalt geboten.

### Zwirner/Zimny

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



## Literatur

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung, Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2018, in: Schwetzler/Aders (Hrsg.), Jahrbuch der Unternehmensbewertung 2020, Düsseldorf, 2020, S. 41-57.

### 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.

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

29.09.2020

Einzelfragen zur Konzernrechnungslegung

15.10.2020

Erbschaftsteuer und Bewertungsfragen

22.10.2020

Anforderungen an die Beteiligungs- und Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund des Niedrigzinsniveaus

### 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.

© 09/2020. 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