

# VALUE

---

DER KLEEGERG NEWSLETTER

Q4

2016

## Rechtsprechung

Unternehmenseigener Betafaktor

## Delisting

Verpflichtendes Angebot an Anleger

## Länderrisiken

Berücksichtigung bei der  
Unternehmensbewertung

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Rückgriff auf unternehmenseigenen Betafaktor – OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 29.01.2016, 21 W 70/15 –

Der Wert eines Unternehmens setzt sich aus diversen Parametern zusammen. Zur Abbildung eines zutreffenden Unternehmenswerts sind daher verschiedene Annahmen zu dem Unternehmen selbst sowie auch zu dessen Umfeld zu treffen. So sind auch die – sowohl unternehmensspezifischen als auch marktbezogenen – Risiken, mit denen das Unternehmen behaftet ist, abzubilden. Für die Abbildung des unternehmensspezifischen Risikos wird der sog. Betafaktor herangezogen. Dieser bildet die Volatilität der Unternehmensentwicklung im Vergleich mit dem Gesamtmarkt ab. Der Betafaktor wird dabei bei börsennotierten Gesellschaften regelmäßig unternehmensindividuell anhand der Marktschwankungen mittels aufwendiger Rechenoperationen ermittelt. Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat dies mit dem Beschluss vom 29.01.2016 bestätigt. So solle „in der Regel der eigene Betafaktor der Gesellschaft zur Anwendung kommen“. Voraussetzung hierfür ist die Aussagekraft des unternehmensspezifisch ermittelten Betafaktors. Aufgrund der Tatsache, dass der Betafaktor die relative Schwankung des jeweiligen Unternehmens abbildet, ist insbesondere auf das Handelsvolumen zu achten. Das OLG Frankfurt a.M. führt weiter aus, dass die Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors nur dann gerechtfertigt ist, wenn die Aussagekraft gegeben und damit ausreichend Handelsvolumen vorhanden ist. Sofern keine hinreichende Aussagekraft mittels des „eigenen“ Betafaktors erreicht werden kann, ist zur Ableitung des Betafaktors auf eine Peer-Group

abzustellen. Für diesen Fall sind vergleichbare Unternehmen zu verwenden, welche ein ausreichendes Handelsvolumen aufweisen. Die Ermittlung des Betafaktors mittels einer Peer-Group ist bei nicht börsennotierten Gesellschaften gängige Bewertungspraxis. Dieser Argumentation folgt auch das OLG Düsseldorf (12.11.2015, I-26 W 9/14 AktE), welches die Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer-Group als gebräuchliche Methode bezeichnet, „sofern das zu bewertende Unternehmen [...] nicht an der Börse notiert und folglich ein unternehmenseigener Betafaktor nicht ableitbar“ ist. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass bei börsennotierten Unternehmen der Betafaktor mittels einer Peer-Group unter der Prämisse ermittelt werden darf, dass ein unternehmensindividuell ermittelter Betafaktor keine ausreichende Aussagekraft hat.

### Weitere Rechtsprechung

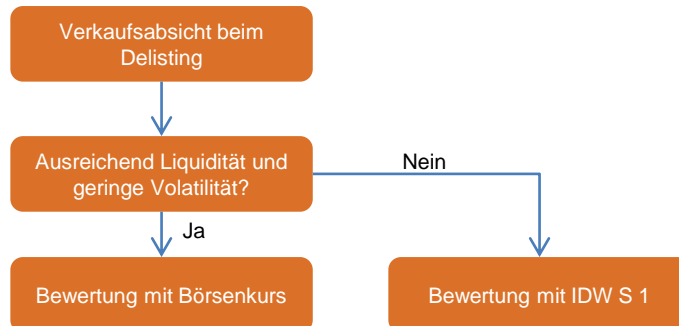
OLG Frankfurt a.M. – 21 W 69/14, 05.02.2016,  
Hervorhebung des Planungsermessens und damit  
eingeschränkter Überprüfungsmaßstab

OLG Karlsruhe – 12a W 7/15, 01.04.2015,  
Die vollkommene Vergleichbarkeit innerhalb der  
Peer-Group ist nicht zwingend erforderlich



## Neuregelungen im Rahmen von Delisting – Gem. § 39 BörsG fortan ein Pflichtangebot an Anleger zu unterbreiten –

Am 26.11.2015 ist die Neuregelung des § 39 BörsG in Kraft getreten, welcher im Rahmen des „Umsetzungsgesetzes zur Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ (TRL-ÄndRL-UmsG) überarbeitet wurde. Um ein Delisting durchzuführen, war in der Vergangenheit lediglich ein Antrag des Vorstands erforderlich. Ein Hauptversammlungsbeschluss oder ein Pflichtangebot zum Anteilserwerb war indes nicht notwendig. Vor diesem Hintergrund wurde die Sorge größer, dass Minderheitsaktionäre benachteiligt werden könnten. Die Überarbeitung des BörsG sieht vor, dass ein Rückzug eines Unternehmens vom Handel an einer deutschen Wertpapierbörse weiterhin ohne Hauptversammlungsbeschluss durchgeführt werden kann, jedoch ist der Rückzug nur zulässig, wenn den Anteilseignern ein Übernahmeangebot für ihre Anteile unterbreitet wurde (§ 39 Abs. 2 BörsG). Der Gesetzgeber sah diesen Schritt als notwendig an, da mit einem vollständigen Rückzug eines Unternehmens von der Börse zum einen die Handelbarkeit der Aktien eingeschränkt wird und zum anderen erhebliche Kursverluste entstehen können.



Den Anlegern steht dabei frei, ob sie ihre Anteile behalten oder diese veräußern wollen. Für den Fall, dass sich die Anleger entschließen, ihre Anteile zu verkaufen, hat sich das Pflichtangebot regelmäßig am Börsenkurs zu orientieren. Da die Ankündigung eines Delisting häufig signifikante Kursschwankungen verursacht, sieht der Gesetzgeber vor, dass auf den Sechsmonats-Durchschnittskurs vor Ankündigung des Delisting abzustellen ist. § 39 Abs. 3 BörsG n.F. beinhaltet jedoch einige Ausnahmen, in denen die Höhe des Pflichtangebots nicht anhand des entsprechenden Börsenkurses zu ermitteln ist. Dies ist für die Fälle vorgesehen, in denen Insiderinformationen verschwiegen wurden oder eine Marktmanipulation anzunehmen ist. Darüber hinaus müssen eine ausreichende Liquidität sowie geringe Volatilität der Aktie gewährleistet sein. Der Gesetzgeber wertet die mangelnde Liquidität bei gleichzeitig bestehender hoher Volatilität der Aktien des betreffenden Unternehmens als Beleg dafür, dass der beizulegende Börsenkurs den tatsächlichen Unternehmenswert nicht angemessen widerspiegelt. So müssen die Kurse der Wertpapiere an mehr als einem Drittel der Börsentage der vergangenen sechs Monate festgestellt worden sein und es dürfen nicht mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse eine Abweichung von mehr als 5 % voneinander aufweisen. Sofern diese Voraussetzungen nicht erfüllt sind, ist eine Unternehmensbewertung gem. den Vorgaben von IDW S 1 i.d.F. 2008 durchzuführen.

**Zwirner/Kähler,**  
(Unternehmens-)Bewertung beim Delisting,  
Betriebs-Berater (BB), 3/2016, S. 171 ff.

i

## Länderrisiken im Rahmen von Unternehmensbewertungen – Notwendigkeit der Berücksichtigung –

Unternehmen stehen regelmäßig vor der Aufgabe, ausländische Sachverhalte, Beteiligungen oder Transaktionen zu bewerten. Hierzu steht ihnen das Instrumentarium der Unternehmensbewertung zur Verfügung. Mittels standardisierter Vorgaben zu den Kapitalkosten und den Empfehlungen zur Bestimmung von Basiszinssatz und Marktrisikoprämie auf Basis inländischer Kapitalmarktdaten werden die bewertungsrelevanten Parameter abgeleitet. Es erscheint offensichtlich, dass sich deutsche Kapitalmarktdaten und sich darauf stützende Kapitalisierungszinssätze nicht ohne Weiteres auf alle beliebigen Auslandssachverhalte übertragen lassen.

Im Rahmen von Unternehmensbewertungen mit internationalem Bezug besteht regelmäßig die Notwendigkeit, die durch das CAPM ermittelten Risikoprämien dahingehend zu modifizieren, dass dem Risiko des jeweiligen ausländischen Markts Rechnung getragen wird. Das Spektrum von ausländischen Risiken umfasst sowohl das ökonomische als auch u.a. das soziale und politische Umfeld. Der FAUB des IDW äußerte sich bereits im Jahr 2012 im F&A Katalog zu IDW S 1 i.d.F. 2008 (vgl. IDW, IDW-FN 2012, S. 323 ff.) zu der grundsätzlichen Zulässigkeit von Länderrisiken im Rahmen der Unternehmensbewertung. Ein solcher Zuschlag soll dann Anwendung finden, wenn es dem Unternehmen bzw. Bewertungsgutachter nicht möglich ist, die Auswirkungen der Länderrisiken vollständig und abschließend im Rahmen der Planungsrechnung, d.h. den künftigen Ertrags- bzw. Cashflowgrößen, zu

berücksichtigen. Zu beachten ist hierbei, dass in den Fällen, in denen ein Unternehmen als Ganzes (bspw. ein gesamter Konzern) bewertet wird, der Betafaktor das Risikoprofil des Unternehmens abschließend beschreibt. Gilt es jedoch, Beteiligungen oder Tochterunternehmen im Ausland zu bewerten, die losgelöst vom Konzern bewertet werden sollen, kann es regelmäßig geboten sein, eine Länderrisikoprämie zu verwenden.

Die Durchführung einer Länderrisikoanalyse kann mit Hilfe eines Länderratings vorgenommen werden. Hierbei wird die Staatsanleihe des Landes, in dem das zu bewertende Unternehmen sitzt, mit einer Staatsanleihe der Kategorie AAA (bspw. Deutschland) in Verbindung gesetzt. Die ermittelte Risikoprämie auf Staatsanleihen kann letztendlich als Anhaltspunkt für die Ermittlung einer Länderrisikoprämie verstanden werden. Für die methodische Risikoberücksichtigung gilt es zu beachten, dass es für die Ableitung einer Länderrisikoprämie weder ein geeignetes und abschließend anerkanntes Kapitalmarktmodell noch eine Empfehlung des FAUB gibt. Die Notwendigkeit der Berücksichtigung einer Länderrisikoprämie wurde vom FAUB des IDW indes jüngst erneut bestätigt (vgl. IDW, IDW Life 2016, S. 581).

Zwirner/Kähler,  
Länderrisiken in der Unternehmensbewertung, BOARD,  
5/2015, S. 189 ff.

i

## Literatur

### Zwirner/Lindmayr

Neue FAUB-Empfehlung zur Rundung des Basiszinssatzes, WP Praxis, 12/2016, S. 318 ff.

### Zwirner/Lindmayr

Unternehmensbewertung: Der FAUB empfiehlt eine neue Vorgehensweise bei der Rundung des Basiszinssatzes, Der Betrieb (DB), 44/2016, S. 2561.

### Zwirner/Vodermeier

IDW S 13 – Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht, Der Betrieb (DB), 41/2016, S. 2374.

### 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/Kähler/Zimny

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

## Veranstaltungen

Termin	Thema
07.12.2016	Aktuelle Fragen des Bilanzsteuerrechts
16.01.2017	Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung
24.01.2017	Bilanzierung und Steuern 2017

### Für Mandanten und Interessierte:



Aktuelle Rundschreiben aus den Bereichen Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, Recht und Unternehmensbewertung:

<http://www.kleeberg.de/Rundschreiben.106.0.html>

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

Weitere Informationen unter:  
[www.unternehmensbewertung.de](http://www.unternehmensbewertung.de)  
[www.kleeberg.de](http://www.kleeberg.de)  
[unternehmensbewertung@kleeberg.de](mailto: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](http://www.kleeberg.de)  
[www.crowekleeberg.de](http://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.

© 12/2016. 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, 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.