

# VALUE

---

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q4

2019

## Rechtsprechung

Angemessenheit einer Barabfindung

## Marktrisikoprämie

Neue Bandbreiten vom FAUB des IDW

## Resümee 2019

Rückblick 2019 und Ausblick auf 2020

## Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

## Angemessenheit einer Barabfindung – OLG München, Beschluss vom 02.09.2019, 31 Wx 358/16 –

In Literatur, Rechtsprechung und Praxis der Unternehmensbewertung besteht eine weitgehende Einigkeit darüber, dass es den einen „richtigen“ Unternehmenswert nicht geben kann. Ziel einer Unternehmensbewertung ist i.d.R. die Ableitung eines Zukunftserfolgs werts, der in Abhängigkeit des konkreten Einzelfalls individuell zu ermitteln ist. Zur Ableitung dieses Zukunftserfolgs werts bedarf es regelmäßig Schätzungen respektive Erwartungen, die sich in den zugrunde gelegten Planungsrechnungen und Kapitalkosten niederschlagen. Naturgemäß können die relevanten Parameter nicht mit 100%iger Sicherheit bestimmt werden. Vielmehr bewegen sich die Ergebnisse in einer „Bandbreite“ möglicher Szenarien.

Fraglich ist in diesem Zusammenhang, in welcher Bandbreite ein ermittelter Unternehmenswert noch als angemessen zu beurteilen ist. Das OLG München hat mit Beschluss vom 02.09.2019 (31 Wx 358/16) entschieden, dass eine gewisse Bandbreite von Unternehmenswerten noch als angemessen erachtet werden muss. Im vorliegenden Sachverhalt urteilte das OLG München, dass bezüglich der Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Rahmen eines Squeeze-outs eine Erhöhung der Kompensation durch das Gericht nur dann in Betracht kommt, wenn der im Rahmen des Spruchverfahrens ermittelte Wert nicht nur geringfügig von dem ursprünglichen Wert abweicht. Demzufolge könne nach Ansicht des OLG München eine Abweichung von (deutlich) mehr als 5,00 %

allenfalls bei Vorliegen besonderer Umstände als noch geringfügig und damit unerheblich angesehen werden. Dies sei einzelfallabhängig im Rahmen einer Abwägung sämtlicher Gesamtumstände zu prüfen. Im zu beurteilenden Sachverhalt sah das OLG München eine Abweichung von 9,45 % zum ursprünglichen Unternehmenswert als zu hoch an, um den ursprünglichen Wert noch als angemessen zu beurteilen.

Im Ergebnis griff das OLG München die bereits in der Vergangenheit von Gerichten aufgegriffene „Angemessenheitsgrenze“ von 5,00 % auf. Allerdings kann, wie bereits der ermittelte Unternehmenswert an sich, auch die Grenze von 5,00 % nicht starr sein. In Abhängigkeit der Umstände des jeweiligen Sachverhalts kann ein Unternehmenswert weiterhin auch dann angemessen sein, wenn die Grenze von 5,00 % überschritten wird.

### Weitere Rechtsprechung

OLG München – 31 Wx 340/17, 06.08.2019  
Rundung des Basiszinssatzes und Auswirkungen des Niedrigzinsniveaus

OLG Düsseldorf – 26 W 18/14, 22.03.2019  
Berücksichtigung von Marktpreisen



## Neue Empfehlung vom FAUB des IDW hinsichtlich der Bandbreiten zur Marktrisikoprämie

Die Bestimmung von Kapitalkosten für Zwecke der Unternehmensbewertung ist seit Jahren vom anhaltenden Niedrigzinsniveau getrieben. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat in seiner Sitzung am 22.10.2019 seine seit September 2012 bestehenden Empfehlungen zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern sowie nach persönlichen Steuern aufgrund der jüngsten Zinssatzentwicklungen an den Kapitalmärkten angepasst und die empfohlene Bandbreite erhöht. Für den Ansatz der Marktrisikoprämie empfahl der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) bislang einen Ansatz in einer Bandbreite zwischen 5,50 % und 7,00 % (Mittelwert 6,25 %) vor persönlichen Steuern respektive zwischen 5,00 % und 6,00 % (Mittelwert 5,50 %) nach persönlichen Steuern. Die Marktrisikoprämie selbst ist am Kapitalmarkt nicht beobachtbar, sondern leitet sich rechnerisch aus der beobachtbaren Gesamtmarktrendite ab. Die Marktrisikoprämie ergibt sich rechnerisch durch die Differenz zwischen risikolosem Basiszinssatz und der Gesamtmarktrendite. Der FAUB des IDW stellte fest, dass mit dem aktuellen Basiszinssatzniveau eine rechnerische Gesamtmarktrendite zwischen 5,50 % und 7,00 % einhergehen müsste. Eine derartige Gesamtmarktrendite konnte der FAUB des IDW indes nicht beobachten. Vielmehr gelangte der FAUB des IDW zu der Erkenntnis, dass die Gesamtmarktrendite eher in einer Bandbreite zwischen 7,00 % bis 9,00 % läge, was auch durch Untersuchungen der

Bundesbank gestützt sei. Unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie der weiterhin expansiven Geldpolitik der EZB beschloss der FAUB des IDW daher, seine Empfehlung zum Ansatz der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00 % bis 8,00 % (Mittelwert 7,00 %) anzuheben. Damit orientiert sich der FAUB des IDW sogar eher am unteren Ende der beobachtbaren Gesamtmarktrenditen. Mit dem Ansatz am unteren Ende soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Gesamtmarktrenditen zukünftig nachgeben könnten. 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.

Bezüglich der neuen Bandbreiten bei der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern agierte der FAUB des IDW zurückhaltender als bei der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern. Das untere Ende der neuen Bandbreite i.H.v. 5,00 % nach persönlichen Steuern korrespondiert weiterhin mit dem unteren Ende der alten Bandbreite nach persönlichen Steuern.

**Zwirner/Zimny**  
Kapitalkosten in der Unternehmensbewertung, BOARD 6/2019,  
S. 220 ff.



## Rückblick 2019 und Ausblick auf 2020

Im Jahr 2019 zeigte sich besonders, dass die Anforderungen an Unternehmensbewertungen stetig steigen und Bewerter regelmäßig mit neuen Herausforderungen konfrontiert werden. Dass die mit der internationalen Finanzmarktkrise einhergehenden Auswirkungen noch lange nicht überwunden sind, kam 2019 wieder zum Ausdruck. In diesem Jahr wurde die Unternehmensbewertung in besonderer Weise durch das weiterhin anhaltende Niedrigzinsniveau geprägt. Zum ersten Mal sank der für Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 zu ermittelnde risikolose Basiszinssatz nach der Svensson-Methode zum 01.11.2019 rechnerisch unter die Marke von 0,00 % und war damit negativ. Auf ¼-Prozentpunkte gerundet erreichte der Basiszinssatz zum 01.11.2019 sein historisches Tief von 0,00 %. Diese Entwicklung ist in mehrfacher Hinsicht für die Unternehmensbewertung von Bedeutung. Es stellt sich die Frage, wie mit negativen Zinssätzen bei der Ableitung von Kapitalkosten für Zwecke der Unternehmensbewertung umzugehen ist bzw. ob eine Abkehr vom bisherigen Vorgehen zur Ableitung des Basiszinssatzes in Betracht zu ziehen ist. Inwiefern es mit der Realität in Einklang zu bringen ist, dass ein typisierender Investor eine negative Rendite zu erwarten hat, muss zukünftig diskutiert werden. Es zeigt sich, dass die bisherige Vorgehensweise zur Ableitung von Kapitalkosten möglicherweise an ihre Grenzen gerät.

Der FAUB des IDW nahm die Entwicklungen an den Kapitalmärkten zum Anlass, seine seit 2012 geltenden Empfehlungen zur Marktrisikoprämie nach oben anzupassen, weil die Höhe der bisherigen Bandbreiten nicht mehr mit der Realität in Einklang zu bringen war.

Es bleibt offen, ob und in welcher Form der FAUB des IDW auf die aktuellen Entwicklungen im Jahr 2019 im darauf folgenden Jahr 2020 reagieren wird. Die Anforderungen an Unternehmensbewertungen steigen kontinuierlich. Zwar ist jede Unternehmensbewertung darauf angewiesen, modelltypische Ansätze zu verwenden, sodass es nicht gelingen wird, Unternehmensbewertungen zu erstellen, welche die Realität 1:1 abbilden. Die Ergebnisse jeder Unternehmensbewertung werden auch in Zukunft lediglich Schätzungen darstellen können. Dennoch ist es erforderlich, bisherige Ansätze stets zu hinterfragen und darauf zu achten, offenbare Unstimmigkeiten zwischen den bestehenden Modellen und der Realität bestmöglich zu eliminieren, soweit dies mit den technischen Möglichkeiten der Unternehmensbewertung möglich ist.

### Zwirner/Zimny

Historischer Tiefstand: Basiszinssatz nach IDW S 1 zum 01.10.2019 bei 0,10 %, DB 43/2019, S. 2366.



## Literatur

### 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.

### Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung, Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2018, Corporate Finance (CF), 7-8/2019, S. 242 ff.

### Zwirner/Zimny

Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung, S. 159 ff., in: Fink/Kunath (Hrsg.), Digitale Transformation im Rechnungswesen, Schäffer-Poeschel Verlag, 2019.

### Zwirner/Zimny

Auswirkungen der Leasing-Bilanzierung nach IFRS 16 auf den WACC, Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (IRZ), 5/2019, S. 185 ff.

## Veranstaltungen

### Termin

### Thema

20.12.2019

Spezialfragen der Abschlusserstellung

13.01.2020

Einzelfragen der Konzernrechnungslegung

20.01.2020

Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung

23.01.2020

Bilanzierung und Steuern 2020

### Für Mandanten und Interessierte:

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

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

Weitere Informationen finden Sie in der aktuellen Neuauflage des Handbuchs Unternehmensbewertung.

<http://www.handbuch-unternehmensbewertung.de/index.html>



## 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.

© 12/2019. 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