

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q1

2021

Rechtsprechung

Angemessenheit einer Barabfindung
anhand des Net Asset Value

Elektromobilität

Bewertung am Kapitalmarkt

Kapitalmarktorientierte Bewertung

Börsenkurs vs. Unternehmenswert

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Ermittlung einer angemessenen Abfindung anhand des Net Asset Value – OLG Frankfurt, Beschluss v. 03.11.2020, 21 W 76/19 –

Im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen stellt sich regelmäßig die Frage nach der angemessenen Abfindung für Minderheitsaktionäre infolge eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags, eines Squeeze-outs oder einer Verschmelzung. Gesetzlich haben Minderheitsaktionäre einen Anspruch auf eine angemessene Abfindung für die Hingabe bzw. den zwangsweisen Verlust ihrer Aktien. Die Höhe der Abfindung hängt dabei vom „wahren“ Unternehmenswert ab.

Das OLG Frankfurt hat mit Beschluss vom 03.11.2020 (21 W 76/19) entschieden, dass nur im Einzelfall und unter bestimmten Voraussetzungen der Net Asset Value (NAV) zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung herangezogen werden kann. Der Net Asset Value wird insbesondere für die Wertermittlung von Immobiliengesellschaften verwendet und ergibt sich aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens und der Schulden des Bewertungsobjekts, nach Abzug des Barwertes der Verwaltungskosten der Gesellschaft. Diese Form der Bewertung bietet sich vornehmlich dann an, wenn die Erträge der Gesellschaft im Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen im Zusammenhang mit bestimmten Kapitalanlagen resultieren, bei denen möglichst keine Synergieeffekte zu verzeichnen sind bzw. die Assets nicht arbeitsteilig und gemeinschaftlich zu einer gemeinsamen Wertschöpfung beitragen. Grundsätzlich ist für die Bestimmung einer angemessenen Abfindung auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die

Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte abzustellen. Dazu gibt der Net Asset Value – ohne entsprechende Anpassungen, etwa in Bezug auf nicht erfasste Verwaltungskosten – keine Auskunft, da der Wert nur die hypothetischen Veräußerungswerte der einzelnen Assets zum Bewertungsstichtag abbildet und damit in der Regel nicht sämtliche zu erwartenden Zahlungsströme des Unternehmens erfasst. Je bedeutsamer die Anpassungen aufgrund der Ausrichtung der Gesellschaft für den Unternehmenswert sind, desto weniger ist der Net Asset Value für Zwecke einer Unternehmensbewertung geeignet. Im Ergebnis greift das OLG Frankfurt auf das allgemein anerkannte Ertragswertverfahren zurück, welches den anteiligen Unternehmenswert aus den mit dem Kapitalisierungszins diskontierten zukünftigen Erträgen ableitet und der Bestimmung einer angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre gerecht wird.

Weitere Rechtsprechung

BGH – II ZB 6/20, 15.09.2020
Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen
Minderheitsaktionäre

OLG Frankfurt – 21 W 121/15, 08.09.2020
Barabfindung nach Squeeze-out



Bewertung am Kapitalmarkt

Der Automobilmarkt ist in Bewegung: Die Zahl der neu zugelassenen Elektroautos steigt kontinuierlich an. Die steigenden Verkaufszahlen sind u.a. auf ein zunehmendes Bewusstsein der Endverbraucher im Hinblick auf den Klimawandel zurückzuführen. Zudem wird der Kauf von Elektroautos im Gegensatz zu Autos mit herkömmlichen Antriebstechniken staatlich gefördert. Die Bundesregierung setzt eindeutige Signale in Richtung Elektromobilität und investiert weiterhin in den Ausbau des Ladeinfrastrukturnetzes.

Neben medialer Präsenz lässt sich auch auf den Kapitalmärkten ein zunehmendes Interesse für Aktien von Elektroautoherstellern beobachten oder branchengleichen Zulieferern. Neben bereits seit einigen Jahren etablierten Elektroautoherstellern wird auch teilweise sehr jungen Unternehmen in der Elektromobilitätsbranche eine vielversprechende Zukunft vorausgesagt, auch wenn diese Unternehmen bislang noch kein Fahrzeug produziert haben. Die Zuversicht der Marktteilnehmer bezüglich der Elektromobilität schlägt sich auch in hohen Bewertungen der jeweiligen Unternehmen am Kapitalmarkt nieder.

Fraglich ist, ob die hohen Börsenwerte respektive Marktkapitalisierungen gerechtfertigt sind und im Einklang mit den zukünftig voraussichtlich erzielbaren finanziellen Überschüssen der Unternehmen stehen.

Ein Indikator für eine Über- bzw. Unterbewertung einer Aktie ist bspw. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (kurz: KGV), welches den Aktienkurs eines Unternehmens in Relation zum Gewinn je Aktie setzt. Unternehmen aus der Elektroautomobilbranche haben tendenziell sehr hohe KGV, die sich teilweise

deutlich im dreistelligen Bereich bewegen. Mit anderen Worten entspricht die Marktkapitalisierung häufig mehr als dem Hundertfachen des jährlichen Gewinns des jeweiligen Unternehmens. Es stellt sich daher die Frage, ob die hohen Börsenwerte auch mit fundamentalen Bewertungsmethoden, bspw. dem Ertragswertverfahren, untermauert werden können. Angesichts der im Bereich der Elektromobilität bestehenden hohen Börsenbewertungen sollte stets hinterfragt werden, wie nachhaltig die Bewertung der betreffenden Unternehmen am Kapitalmarkt ist. Mit den jeweils hohen Bewertungen geht auch eine sehr hohe Volatilität mit einem entsprechenden Risiko einher. Auch Kurseinbrüche im hohen zweistelligen Prozentbereich innerhalb kürzester Zeit sind nicht ausgeschlossen. Weshalb ein Unternehmen plötzlich nur noch halb so viel wert sein soll, ohne dass sich an den gesamten Rahmenbedingungen des betreffenden Unternehmens etwas geändert hat, ist fraglich. Im Bereich der Elektromobilität sind die hohen Bewertungen durchaus untermauert von den allgemeinen globalen Tendenzen im Bereich der Elektromobilität. Inwiefern steigende Aktienkurse einzelner konkreter Unternehmen gerechtfertigt sind, werden zukünftige realisierte Erträge zeigen müssen.

Zwirner/Zimny

Bestimmung sachgerechter Kapitalkosten für den Goodwill-Impairment-Test in Zeiten der Corona-Pandemie, IRZ, 1/2021, S. 9 ff.



Börsenkurs vs. Unternehmenswert

Nicht zuletzt im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen bzw. bei der Bestimmung der Abfindung von Minderheitsaktionären spielt der Börsenkurs eines Unternehmens regelmäßig eine Rolle. Der Gesetzgeber hält sich bei der Frage nach der zutreffenden Bewertungsmethode im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich bedeckt. Sowohl das AktG als auch das UmwG fordern lediglich eine „angemessene“ Abfindung. Das Gesetz schreibt nicht vor, dass die Unternehmensbewertung nach einer bestimmten Methodik zu erfolgen hat, bspw. nach dem Ertragswertverfahren, einem DCF-Verfahren, einer Multiplebewertung oder gar zum Börsenkurs.

In der Praxis steht der Berater damit regelmäßig vor der Herausforderung, je nach Bewertungsanlass einen sachgerechten Unternehmenswert zu bestimmen und in diesem Zusammenhang zu entscheiden, welche Bewertungsmethode den „wahren“ Unternehmenswert am besten zum Ausdruck bringt. Grundsätzlich ist die Einschätzung des Marktes bzw. von fremden Dritten ein guter Indikator. So stellt auch der Steuergesetzgeber zur Bestimmung des gemeinen Werts von Wertpapieren, die am Bewertungsstichtag an einer deutschen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, auf den niedrigsten am Stichtag notierten Kurs ab. Für lediglich im Freiverkehr gehandelte Aktien gilt das analog. Insofern bleibt hier überhaupt kein Raum, den Unternehmenswert bzw. gemeinen Wert nicht auf Basis der Marktkapitalisierung zu bestimmen.

Es sollte aber stets hinterfragt werden, wie nachhaltig eine Bewertung am Kapitalmarkt ist.

Bezüglich der Geeignetheit des Börsenkurses zur Bestimmung des (Gesamt-) Unternehmenswerts besteht in Literatur und Praxis nicht unbegründet keine einheitliche Meinung. Die Argumente für die ablehnende Haltung gegenüber dem Börsenkurs zur Ermittlung des Unternehmenswerts sind diesbezüglich vielfältig, korrespondieren aber im Wesentlichen mit der vom BGH bereits im Jahr 1967 getroffenen Aussage: „[...] (Der Börsenkurs) ergibt sich aus dem im Augenblick der Kursbildung vorhandenen Verhältnis von Angebot und Nachfrage, das von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen, von spekulativen Einflüssen und sonstigen, nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Einflüssen, Gerüchten, Informationen, psychologischen Momenten oder allgemeinen Tendenzen abhängt. Außerdem unterliegt der Börsenkurs unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen, wie die Aktienkurse der letzten Jahre bereits deutlich gemacht haben.“ (BGH, 30.3.1967 – II ZR 141/64).

Zwirner/Zimny

Unternehmensbewertung unter Rückgriff auf Börsenkurse – geeignete Methode für den Mittelstand?, BB 24/2018, S. 1387 ff.

i

Literatur

Zwirner/Zimny

Bestimmung sachgerechter Kapitalkosten für den Goodwill-Impairment-Test in Zeiten der Corona-Pandemie, IRZ, 1/2021, S. 9 ff.

Zwirner/Zimny

Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung – Hinweise des IDW, in: Lauterbach/Brauner, Berufsziel Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, Edition Wissenschaft und Praxis, Berlin, 2021, S. 163-178.

Zwirner/Zimny

Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2019, CORPORATE FINANCE, 9/10/2020, S. 296-302.

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.

Veranstaltungen

Termin

Thema

30.04.2021

Internationale Rechnungslegung II

17.11.2021

Bilanzierung und Steuern 2022

18.11.2021

Aktuelles zur Unternehmensbewertung

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.

© 03/2021. 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