

VALUE

DER KLEEBERG NEWSLETTER

Q1

2023

Rechtsprechung

Maßgeblichkeit von Börsenkursen

Kapitalkosten

Ableitung der Fremdkapitalkosten nach IFRS

Ewige Rente

Eingeschwungener Zustand

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Börsenkurse im Freiverkehr als Schätzungsgrundlage – OLG Düsseldorf, Beschluss v. 28.11.2022, 26 W 4/21

Das OLG Düsseldorf hat sich in seinem Beschluss vom 28.11.2022 (26 W 4/21) im Rahmen eines Spruchverfahrens bei einem Squeeze-out zur Berücksichtigung von Börsenkursen im Freiverkehr als Schätzungsgrundlage zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung geäußert.

Allgemein haben Minderheitsaktionäre gem. § 327e Abs. 3 S. 2 AktG bei einem Squeeze-out Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, deren Höhe im Regelfall in einem Spruchverfahren überprüft wird. Im hier verhandelten Fall ging es im Wesentlichen darum, ob die Barabfindung (wie von der Vorinstanz entschieden) ausschließlich auf der Grundlage eines gewichteten Börsenkurses im Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe des Squeeze-outs geschätzt werden durfte.

Dies hat das OLG Düsseldorf nun in diesem konkreten Fall aus mehreren Gründen verneint. Laut OLG Düsseldorf stehe die Notierung im Freiverkehr zwar nicht automatisch der Heranziehung des Börsenkurses entgegen, wenn die Aktien mit einem den gesetzlichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften vergleichbaren Informationsregime gehandelt wurden und konkrete Informationsdefizite nicht geltend gemacht sind. Es sei aber von entscheidender Bedeutung, dass der Börsenkurs im fraglichen Zeitraum tatsächlich als „Ergebnis einer effektiven Informationsbewertung“ den fundamentalen Unternehmenswert widerspiegelt habe und der Handel eine ausreichende Liquidität aufwies. Weiter stellt das OLG fest, dass eine ausschließliche Orientierung an den Kriterien für eine „Marktengung“ gem. § 5 Abs. 4 WpÜG-VA

nicht ausreiche, sondern es einer umfassenden Liquiditätsanalyse bedürfe. Im Gegensatz zur Vorinstanz holte das OLG zur Beurteilung der Liquidität ein Sachverständigengutachten ein. Der Gutachter kam zu dem Ergebnis, dass im konkreten Fall der Börsenkurs keine geeignete Schätzungsgrundlage darstelle, da u.a. das Handelsvolumen, die Relation der tatsächlichen Handelstage zu den möglichen Handelstagen sowie die Geld-Brief-Spanne im Betrachtungszeitraum zu gering seien und somit keine ausreichende Liquidität der Aktie gegeben war. In der Folge eignet sich der Börsenkurs im vorliegenden Fall aufgrund der „Marktengung“ weder als Mindestwert noch als Schätzungsparameter, sodass die angemessene Barabfindung mit einer anderen Methode, vorliegend dem Ertragswertverfahren, zu ermitteln sei.

Das OLG Düsseldorf konkretisiert und bestätigt in seinem Urteil die bisherige Rechtsprechung zur Berücksichtigung von Börsenkursen im Freiverkehr als Schätzungsparameter bzw. Wertuntergrenze. Hier hat das OLG die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-VA als nicht ausreichend für die Beurteilung der Liquidität angesehen. Vielmehr verlangt das OLG eine umfassendere Liquiditätsanalyse und Prüfung der Markteffizienz.

Weitere Rechtsprechung

OLG Brandenburg, 7 W 82/18, 26.08.2022
Angemessenheit einer Barabfindung – voller Wert des
Unternehmensanteils



Ableitung der Fremdkapitalkosten nach IFRS

Im Rahmen eines Goodwill-Impairment-Tests nach IAS 36 sind für die Abzinsung der finanziellen Überschüsse (Cashflows) die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) zu ermitteln.

Der WACC leitet sich aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten ab, wobei sich die Eigenkapitalkosten aus einem risikolosen (laufzeitäquivalenten) Zinssatz (sog. Basiszinssatz), einer Marktrisikoprämie und dem (verschuldeten) Betafaktor zusammensetzen. Die Fremdkapitalkosten leiten sich aus den zum Stichtag herangezogenen Fremdkapitalkonditionen ab, welche sich aus dem Basiszinssatz und einem vom Markt abgeleiteten Bonitätsaufschlag (credit spread) zusammensetzen.

Für die Höhe des WACC ist regelmäßig entscheidend, in welcher Relation das Fremdkapital zum Eigenkapital steht bzw. wie die bewertungsrelevante Kapitalstruktur aussieht.

Hierbei ist zu beachten, dass der WACC nach IAS 36.A19 unabhängig von der Kapitalstruktur des Unternehmens und der Art und Weise ist, wie das Unternehmen den Kauf des Vermögenswerts finanzierte, weil die künftig erwarteten Cashflows aus dem Vermögenswert nicht von der Art und Weise abhängen, wie das Unternehmen den Kauf des Vermögenswerts finanziert hat.

Daraus folgt, dass die Fremdkapitalkosten nach IAS 36 unabhängig von den konkreten Fremdkapital- bzw. Refinanzierungskosten des Bewertungsobjektes sind. Für die Ermittlung der verschuldeten Eigenkapitalkosten bedeutet dies, dass bei der Ableitung des verschuldeten Betafaktors die Verschuldung der

Peer-Group relevant ist und nicht die Kapitalstruktur der zahlungsmittel-generierenden Einheit (ZGE) selbst.

Die Höhe der Fremdkapitalkosten hängt davon ab, wie ein typischer Marktteilnehmer die Bonität der ZGE bzw. des Bewertungsobjekts einschätzt. Anders als bei der Ableitung der künftig zu erwartenden Cashflows ist für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes keine unternehmensspezifische Ableitung vorgesehen. Beim WACC ist die Verwendung eines marktbasieren Diskontierungszinssatzes vorgesehen.

Die Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Kapitalstruktur ist für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes nicht geboten, da dieses Vorgehen gegen die Verpflichtung zur Berücksichtigung der aktuellen Markteinschätzungen beim Kapitalisierungszinssatz verstoßen würde (vgl. IAS 36.56). Die direkte Ermittlung der Fremdkapitalkosten anhand der historischen Finanzierungsbedingungen bestehender Verbindlichkeiten des Unternehmens ist ebenfalls nicht sachgerecht, weil damit gegen das Stichtagsgebot verstoßen wird.

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Deutsche Bundesbank erhöht den Basiszins nach § 247 BGB auf 1,62 % zum 1.1.2023, Auswirkungen auf Verzugszinsen nach § 288 BGB sowie mögliche steuerliche Folgen und handelsrechtliche Berichtspflichten, BC, 2/2023, S. 62-63



Eingeschwungener Zustand in der ewigen Rente

Bei kapitalwertorientierten Verfahren basiert die Unternehmensbewertung stets auf einer Unternehmensplanung. Üblicherweise wird die Unternehmensplanung von der Geschäftsführung des betreffenden Bewertungsobjekts zur Verfügung gestellt und umfasst meistens einen Zeitraum von einem bis zu maximal fünf Jahren. Zu beachten ist, dass sich das Bewertungsobjekt in den seltensten Fällen am Ende des Planungshorizonts der bereitgestellten Planungsrechnung in einem sog. eingeschwungenen Zustand befindet. Der eingeschwungene Zustand kennzeichnet sich nach IDW S 1 dadurch aus, dass sich das Bewertungsobjekt im Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet bzw. die finanziellen Überschüsse nicht mehr oder nur noch mit einer konstanten Rate wachsen. Für die Phase der ewigen Rente im Bewertungskalkül ist der eingeschwungene Zustand eine essenzielle Voraussetzung. Eine Fortführung des letzten Detailplanungsjahres in die ewige Rente darf regelmäßig nicht vorgenommen werden. Die ewige Rente stellt keine Fortführung der Detailplanungsphase dar, sondern muss angemessen einen Zustand abbilden, der langfristig zu erwarten ist. Auf Grund dessen ist eine Fortführung von Sondereffekten, wie überdurchschnittliche Wachstumsraten oder einmalige Steuereffekte oder endliche Sachverhalte, nicht sachgerecht.

Besondere Relevanz gewinnt hier der gesamte Investitionszyklus des Bewertungsobjekts. Ist am Ende der Detailplanungsphase der Investitionszyklus nicht beendet, befindet sich das Unternehmen nicht im eingeschwungenen Zustand. Sind Erweiterungsinvestitionen geplant oder

bereits eingeleitet, sind diese in der Detail- und Grobplanungsphase so weit auszumodellieren, bis ein eingeschwungener Zustand erreicht ist. Es wird im eingeschwungenen Zustand davon ausgegangen, dass nur noch ein inflationsbedingtes Wachstum erzielt werden kann, wodurch keine weiteren Erweiterungsinvestitionen im eingeschwungenen Zustand getätigt werden. In der Konsequenz ist darauf zu achten, dass die Investitionen in der ewigen Rente in einem plausiblen Verhältnis zu der Höhe der Abschreibungen stehen und sich das Working Capital nur noch inflationsbedingt verändert. Daraus resultiert, dass im eingeschwungenen Zustand auch die Finanzierung ausgeglichen ist, sodass keine Tilgung und keine weitere Aufnahme von Fremdkapital mehr erfolgt. Der eingeschwungene Zustand schließt regelmäßig nicht nahtlos an das letzte Planjahr an, sondern stellt eine Verdichtung der Annahmen hinsichtlich der nachhaltigen Zahlungsüberschüsse als Annuität dar. Im eingeschwungenen Zustand ist auf die Renditen des Bewertungsobjektes zu achten. Die Kapitalrendite des Bewertungsobjekts sollte mindestens den Kapitalkosten entsprechen. Unendliche Überrenditen im Vergleich zum Markt in der Phase der ewigen Rente stellen regelmäßig eine Ausnahme dar und sind daher kritisch zu prüfen.

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Bilanzierung und Berichterstattung im handelsrechtlichen Abschluss und Lagebericht vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsraten, WPg 03/2023, S. 117-123



Literatur

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Deutsche Bundesbank erhöht den Basiszins nach § 247 BGB auf 1,62 % zum 1.1.2023, Auswirkungen auf Verzugszinsen nach § 288 BGB sowie mögliche steuerliche Folgen und handelsrechtliche Berichtspflichten, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC) 2/2023, S. 62-63

Zwirner/Zimny/Vodermeier

Bilanzierung und Berichterstattung im handelsrechtlichen Abschluss und Lagebericht vor dem Hintergrund gestiegener Inflationsraten, Die Wirtschaftsprüfung (WPg) 3/2023, S. 117-123

Zwirner/Zimny

Auswirkungen der steigenden Inflationsrate auf die Rechnungslegung – Implikationen der Inflationsrate und steigender Zinsen auf die Bilanz und GuV, Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR) 1/2023, S. 14-19

Zwirner/Zimny

Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung – Hinweise des IDW, Berufsziel Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, Edition Wissenschaft und Praxis, Verlag Duncker & Humblot, 2022, Berlin, S. 143-158

Zwirner/Zimny

Auswirkungen hoher Inflationsraten auf Bilanzansätze, Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (BC), 12/2022, S. 539-545

Zwirner/Zimny

Zinsniveau steigt mit beschleunigtem Wachstum zum Jahresende 2022 noch weiter an, Der Betrieb (DB), 49/2022, S. 2880

Veranstaltungen

Termin

Thema

18.04.2023

Auswirkungen der Inflation auf die Rechnungslegung, Berichterstattung, Bewertung

11.05.2023

Inflation und Unternehmensbewertung

22.05.2023

Lehrgang Steuerliche Unternehmensbewertung Aufbau Teil I

24.05.2023

Auswirkungen der Inflation auf die Rechnungslegung, Berichterstattung, Bewertung

i

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.

© 03/2023. 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