Crowe

Kleeberg

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q2

2024

Inhalt

Rechtsprechung

Angemessene Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre

Kapitalkosten

Entwicklung des Basiszinssatzes und Leitzinses sowie Ausblick

Bewertungsmethode

Auswirkungen von Krisen auf die Unternehmensbewertung

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Angemessene Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre

Bei einem Squeeze-out hat der Hauptaktionär das Recht, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sich als zukünftigen Alleinaktionär zu verlangen.

In Deutschland muss der Hauptaktionär 95 Prozent des Stammkapitals halten, um einen Squeeze-out durchzuführen (vgl. § 327a AktG). Ein solcher Eingriff in die verfassungsrechtlich gesicherte Eigentumsposition der Minderheitsaktionäre (Art. 14 I GG) ist jedoch nur möglich, wenn die betroffenen Gesellschafter „wirtschaftlich voll entschädigt werden“ (sog. Feldmühle-Entscheidung, BVerfG 1962).

Die ausscheidenden Minderheitsaktionäre können die Angemessenheit der Abfindung in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüfen lassen. In der Praxis hat sich für die Bewertung der Unternehmensanteile das Ertragswertverfahren weitestgehend etabliert. In der jüngeren Rechtsprechung gewinnt aber auch der Börsenwert des Unternehmens für die Festlegung der angemessenen Barabfindung immer mehr an Relevanz. Ob der Börsenwert als Schätzungsgrundlage für den anteiligen Unternehmenswert herangezogen werden kann, ist strittig. In der Rechtsprechung sind zu dieser Problematik bereits unterschiedliche Urteile ergangen.

Die Richter des OLG Karlsruhe befassten sich im April 2024 mit einem solchen Fall und bestätigten die Heranziehung des Börsenwertes als Schätzungsgrundlage des Unternehmenswertes. Für die Bestimmung der angemessenen Abfindung ist auf den durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate abzustellen.

Ein anderes Vorgehen kommt nur in Betracht, wenn der Börsenwert nicht den realen Verkehrswert der Aktien widerspiegelt (vgl. BVerfG BvR 1613/94). Das OLG Düsseldorf konkretisierte in seinem Urteil vom 28.11.2022 (26 W 4/21) Kriterien dafür, wann der Börsenwert aussagekräftig ist und als Schätzungsgrundlage herangezogen werden kann. So bedarf es einer ausreichenden Aktienliquidität und eines vergleichbaren Informationsregimes. Auch darf im Bewertungszeitraum keine Marktenge oder Marktmanipulation vorliegen. Diese Kriterien müssen im Einzelfall geprüft werden.

Bei Zweifeln an der Aussagekraft des Börsenkurses empfiehlt es sich, das Ertragswertverfahren gem. IDW S 1 als etablierte Bewertungsmethode heranzuziehen. Grundsätzlich steht unter bestimmten Voraussetzungen jedoch auch einer Bewertung anhand des Börsenwertes nichts entgegen.

OLG Karlsruhe v. 16.04.2024 (12 W 27/23)
OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 (26 W 4/21)

i

Entwicklung des Basiszinssatzes und Leitzinses sowie Ausblick

Seit Anfang des Jahres 2021 stieg die Inflationsrate in Deutschland stark an und erreichte im Oktober 2022 ein Rekordniveau von 10,40 %. Als hauptsächliche Inflationstreiber können Effekte der Corona-Pandemie sowie des russischen Angriffskriegs in der Ukraine und die damit einhergehenden Folgen gesehen werden. Allerdings nimmt die Inflation derzeit wieder ab. Während sie im Jahresdurchschnitt 2022 noch bei 6,90 % gegenüber dem Vorjahr gelegen hatte, betrug sie im Jahr 2023 nur noch durchschnittlich 5,90 % gegenüber dem Vorjahr. Im bisherigen Verlauf des Jahres 2024 unterliegt die Inflationsrate bisher ebenfalls einem sinkenden Trend und liegt bisher bei durchschnittlichen 2,50 %. Im März 2024 lag sie mit 2,20 % so tief wie zuletzt im April 2021. Die Folgewirkungen der hohen Inflation zeigen sich auch bei den Leitzinsen der EZB deutlich. Momentan befindet sich der EZB-Leitzins bei 4,50 % (Hauptrefinanzierungsgeschäft). Die EZB und andere Zentralbanken weltweit nutzen den Leitzins als geldpolitisches Mittel zur Bekämpfung der hohen Inflation. Dafür hat die EZB seit 2022, nach Jahren der Nullzinspolitik, bereits zehnmal in Folge den Leitzins erhöht. Derartig hohe Zinsen setzen Banken sowie Marktteilnehmer unter Druck. Seit September 2023 legt sie − aufgrund der sinkenden Inflation − nun aber eine Zinspause ein. Mittelfristig strebt die EZB ein Inflationsziel von 2,00 % an. Die bisherigen Leitzinserhöhungen der EZB hatten unter anderem deutliche Auswirkungen auf die Fremdfinanzierungskosten für Unternehmen. Unternehmen mit einer hohen Fremdkapitalquote, die Investitionen jahrelang günstig refinanzieren konnten, müssen sich bei bevorstehender Umschuldung künftig zu ungünstigeren Konditionen finanzieren.

Auch im Zusammenhang mit bewertungsrelevanten Fragestellungen sind die Auswirkungen der Leitzinserhöhungen deutlich spürbar.

Noch im Jahr 2022 lag der bewertungsrelevante Basiszinssatz nach IDW S 1 bei 0,10 %. Zwischenzeitlich stieg dieser auf 2,75 % (01.11.2023 bis 01.01.2024). Zum 01.04.2024 ist er auf 2,50 % gesunken.

Weitere (Zins-)Entwicklungen können schwer abgeschätzt werden. Bei weiter steigenden Leitzinsen ist davon auszugehen, dass diese zu einem weiteren Anstieg des Zinsniveaus führen werden. Allerdings hat die EZB nun für Juni 2024 eine Zinssenkung angedeutet. Im Endeffekt ist aber vor allem kurzfristig auch bei Zinssenkungen seitens der EZB nicht mit einer deutlichen Veränderung des Zinsniveaus zu rechnen.

Zwirner/Schöffel
Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung: Eine empirische Untersuchung der IFRS-Impairment-Zinssätze im Zeitraum 2008 bis 2022, DB, 13/2024, S. 745-747

i

Bewertungsmethode

Auswirkungen von Krisen auf die Unternehmensbewertung

In wirtschaftlich schwierigen und unsicheren Zeiten, aber vor allem auch aktuell im Angesicht der Nachwirkungen der Corona-Pandemie und der geopolitischen Konflikte, nimmt die Bedeutung einer sachgerechten und ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung zu. Neben Lieferengpässen und Energieversorgungsproblemen kommen auch erhöhte Zinsen, veranlasst durch die EZB, als Antwort auf die massiv erhöhten Inflationsraten in der Post-Covid-Phase hinzu. Derartige Entwicklungen werden gemeinhin mit negativen Auswirkungen auf die konjunkturelle Situation, zumindest aber mit großen wirtschaftlichen Unsicherheiten, assoziiert. Diese Unsicherheiten waren und sind auch auf den Aktienmärkten spürbar. Dies zeigte sich beispielsweise im Frühjahr 2020 bei Ausbruch der Corona-Pandemie oder im Frühjahr 2022 nach Ausbruch des Ukraine-Kriegs, ebenso aber auch beim Überfall der Hamas auf Israel. Die Marktwerte der Unternehmen, gemessen am Aktienkurs, verloren teilweise in kürzester Zeit erheblich an Wert. Der FAUB des IDW stellte allerdings bereits am 20.03.2022 im Zusammenhang mit dem Ukraine-Konflikt klar, dass die nach fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden ermittelten Zukunftserfolgswerte von Unternehmen von den Aktienkursen börsennotierter Gesellschaften zu unterscheiden sind. Das bedeutet, dass vor allem auch mittel- und langfristige Auswirkungen von Krisen bedeutsam sind. Ein kurzfristiges Absinken des Aktienkurses einer Gesellschaft hat folglich nicht zwingend einen Effekt auf den Zukunftserfolg.

Für die Unternehmensbewertung ist es daher unerlässlich, nicht nur die unternehmensinternen, sondern ebenfalls die externen Einflussfaktoren zu analysieren. Darüber hinaus werden Unternehmenswerte stichtagsbezogen ermittelt. Am Beispiel Nahost-Konflikt bedeutet das, dass bei Stichtagen bis einschließlich 06.10.2023 (ein Tag vor dem Überfall der Hamas) die Auswirkungen des Überfalls keinerlei Einfluss auf die Bewertung haben. Allerdings ist im Gutachten darauf hinzuweisen, dass die Auswirkungen des aktuellen Nahost-Konflikts nicht berücksichtigt wurden. Komplexer wird es dann, im Falle des Überfalls der Hamas, bei Stichtagen ab dem 07.10.2023. Ab dem Tag ist einzelfallspezifisch zu analysieren, ob und wie sich die Krise auf die Ertragslage des konkreten Bewertungsobjekts auswirkt. Dabei können individuelle, aber auch global beobachtbare Effekte als Ausgangsbasis dienlich sein. Folglich sind in erster Linie Auswirkungen dieser Effekte auf die finanziellen Überschüsse des Unternehmens zu bewerten. Es gilt zu analysieren, wie sich Inputfaktorpreise entwickeln und in welcher Höhe Preissteigerungen an die Kunden weitergegeben werden können. Gelingt beispielsweise eine gänzliche Überwälzung, hat die Krise keine Auswirkungen auf die Rentabilität des Unternehmens.

Zwirner/Schöffel
Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unzureichende Vergangenheitsanalyse und Abgrenzung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen, StuB, 23/24/2023, S. 978 f.

i

Literatur

Zwirner/Schöffel
Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung: Eine empirische Untersuchung der IFRS-Impairment-Zinssätze im Zeitraum 2008 bis 2022, Der Betrieb (DB), 13/2024, S. 745-747

Zwirner/Boecker
Relevanz von Nachhaltigkeitsaspekten in der Unternehmensbewertung, Der Betrieb (DB), 09/2024, S. 473-476

Zwirner/Schöffel
Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen – IDW Bewertungshinweis BewH 5.011 ersetzt IDW Praxishinweis 2/2018, Der Betrieb (DB), 06/2024, S. 273

Zwirner/Boecker
Nachhaltigkeitsaspekte in der Unternehmensbewertung – Relevanz und Implikationen, BOARD, 06/2023, S. 219-222

Zwirner/Hartmann
Aktuelles aus den Bereichen Nachhaltigkeitsberichterstattung, Unternehmensbewertung, Corporate Governance und Wertorientierung, Editorial, BOARD, 06/2023, S. 217

Zwirner/Schöffel
Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Unzureichende Vergangenheitsanalyse und unzureichende Abgrenzung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen, StuB, 23/24/2023, S. 978-979

Veranstaltungen

Termin	Thema
24.06.2024	Steuerliche Unternehmensbewertung – Aufbau, Teil I
22.10.2024	Mandantenveranstaltung Kleeberg

Für Mandanten und Interessierte:

i

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 unter unternehmensbewertung@crowe-kleeberg.de.

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-Informationen:

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.

© 06/2024. 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 | Sustainability | FAAS