Crowe

Kleeberg

VALUE

DER KLEEBERG VALUATION NEWSLETTER

Q3

2024

Inhalt

Bewertungsmethode

Prognose von Wechselkursen bei Unternehmensbewertungen

Kapitalkosten

Der Wachstumsfaktor in der ewigen Rente

Rechtsprechung

Bedeutung des Börsenkurses beim Squeeze-out

Literatur & Veranstaltungen

Weiterführend

Bewertungsmethode

Prognose von Wechselkursen bei Unternehmensbewertungen

Der Umgang mit der Prognose von Wechselkursen ist in der Wissenschaft und Bewertungspraxis aufgrund der vielfältigen Einflussgrößen auf deren Entwicklung nicht abschließend geklärt. Regelmäßig sind Annahmen über erwartete künftige Wechselkurse jedoch integraler Bestandteil der Planungsrechnung, wenn das Unternehmen im Ausland aktiv ist. Diese Annahmen unterfallen nicht der Planungsautonomie, da sie als unternehmensexterne Planannahmen anzusehen sind.

Der Grundsatz der eingeschränkten Überprüfbarkeit gilt nicht bei exogenen Faktoren im makro- oder mikroökonomischen Umfeld wie beispielsweise Wechselkursen, da die Geschäftsführung auf künftige externe Entwicklungen der Volkswirtschaft oder der Branche keinen Einfluss hat. Außerdem verfügt die Geschäftsführung meistens nicht über belastbare Informationen über künftige Entwicklungen entscheidender Parameter.

Laut der Rechtsprechung sind Annahmen über künftige Wechselkurse nur geeignet, wenn sie aus einer in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Prognosemethode abgeleitet werden und plausibel sind. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) hat festgestellt, dass es derzeit keinen überlegenen theoretischen Ansatz für die Prognose gibt. Jedoch können Wechselkursannahmen dadurch plausibilisiert werden, dass sowohl die Verhältnisse auf den Kapitalmärkten (insbesondere Kassa- und Terminalmärkte) als auch auf den Gütermärkten die Analysegrundlage bilden.

In der Praxis werden meist marktbasierte Prognosen in Form von laufzeitspezifischen Terminwechselkursen (sogenannte Forward-Rate-Methode oder Terminkursmethode) oder von stichtagsbezogenen Kassawechselkursen (sogenannte naive Prognose auf Grundlage der Spot Exchange Rate) verwendet, die für alle künftigen Wechselkurse fortgeschrieben werden. Finanzanalystenschätzungen (sogenannte Expected Spot Rates) zur Wechselkursprognose werden für Unternehmensbewertungen aufgrund von fehlender Nachprüfbarkeit eher abgelehnt.

Eingriffe in die Wechselkursplanung sind vom Wirtschaftsprüfer nur dann vorzunehmen, wenn die entsprechenden Werte als nicht plausibel abgelehnt werden müssen.

Das OLG Düsseldorf hat in seinem Beschluss vom 28.11.2022 (26 W 4/21) ausgeführt, dass die Kassawechselkursmethode (sogenannte naive Prognose) für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswertes geeignet ist.

OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 (26 W 4/21), NZG 2023, 1171.

i

Der Wachstumsfaktor in der ewigen Rente

Bei kapitalwertorientierten Bewertungsmethoden wie dem Ertragswertverfahren ist der Planungszeitraum in der Regel in zwei Phasen eingeteilt. Die Phase I ist die sogenannte Detailplanungsphase. An diese schließt sich die Phase der ewigen Rente (Phase II) an. Die Detailplanungsphase bildet den näheren Planungshorizont von ca. drei bis acht Jahren ab. Für einen solchen Zeitraum ist bei den meisten Unternehmen eine ausreichend detaillierte Unternehmensplanung möglich. Die Phase der ewigen Rente beginnt ab dem Punkt, an dem keine konkreten Unternehmensplanungen mehr möglich sind. Es handelt sich daher um eine Phase mit sehr hoher Prognoseunsicherheit und einer großen zeitlichen Distanz.

Der Wachstumsfaktor quantifiziert die prognostizierte konstante, jährliche Veränderung der finanziellen Überschüsse in der unendlichen Phase der ewigen Rente. Der Wachstumsfaktor findet sich als Abschlag von den Kapitalkosten im Nenner der Formel zur Berechnung der ewigen Rente. Der Wert der ewigen Rente umfasst regelmäßig 40% bis 80% des gesamten Unternehmenswerts. Dieser Wertbeitrag der ewigen Rente wird maßgeblich durch den Wachstumsfaktor beeinflusst. Daher hat der Wachstumsfaktor einen bedeutenden Einfluss auf den gesamten Unternehmenswert.

Bei einer kapitalwertorientierten Unternehmensbewertung findet sich der Wachstumsfaktor als Abschlag von den Kapitalkosten im Nenner der Formel zur Berechnung der ewigen Rente.

Grundsätzlich existieren drei Ursachen für Wachstum in der Phase der ewigen Rente: inflationsbedingtes sowie mengen- und strukturbedingtes Wachstum, hinzu kommt der Steuerstundungseffekt aus der Thesaurierung von Gewinnen.

Preisbedingte Erlös- und Kostensteigerungen beeinflussen das Wachstum der finanziellen Überschüsse (inflationsbedingtes Wachstum).

Ein mengen- und strukturbedingtes Wachstum beruht auf einer konstanten Ausweitung der Absatzmenge in der ganzen Phase der ewigen Rente. Eine unendlich steigende Ausbringungsmenge setzt einen unendlich aufnahmebereiten, wachsenden Absatzmarkt voraus, was in der Praxis nicht möglich sein dürfte.

Die Thesaurierung von Gewinnen (auch inflationsbedingt) transferiert sofort zu versteuernde Ausschüttungen in erst später zu versteuernde Ausschüttungen. Diese zukünftigen Ausschüttungen ergeben sich durch die Anlage der thesaurierten Beträge mit einer Verzinsung zum Kapitalisierungszinssatz. Die Besteuerung der Ausschüttung verschiebt sich folglich in die Zukunft. Dieser Steuerstundungseffekt erhöht somit den Wert des Bewertungsobjekts.

Zwirner/Schöffel
Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Pauschale Annahme einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts und nicht konsistente Annahmen in der ewigen Rente, StuB, 02/2024, S. 70-71.

i

Bedeutung des Börsenkurses beim Squeeze-out

Aus den gesetzlichen Grundlagen bzw. denen der Rechtsprechung lässt sich keine gesetzliche Normierung für die Wahl der Bewertungsmethode ableiten.

In der jüngeren Vergangenheit war die Bedeutung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung häufig Streitthema in gerichtlichen Auseinandersetzungen.

Hintergrund waren aktienrechtliche Squeeze-outs, durch die Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft ausgeschlossen wurden. Diesen steht deshalb eine angemessene Abfindung zu, die stets den vollen Wert ihrer Unternehmensanteile entschädigen muss.

Um die Höhe der Kompensationsleistung zu bestimmen, bedarf es einer Unternehmensbewertung. Im Regelfall hat das Ertragswertverfahren gem. IDW S 1 („Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“) absoluten Vorrang, soweit kein anderes Verfahren den wahren Unternehmenswert abbilden kann.

Ein alternativer Bewertungsansatz ist die Heranziehung des Börsenkurses des zu bewertenden Unternehmens. Hintergrund dieses marktorientierten Bewertungsansatzes ist die Annahme, dass sich auf einem vollkommenen und transparenten Markt der Preis herausbildet, den potenzielle Käufer zu zahlen bereit wären.

Die Zulässigkeit dieser Bewertungsmethode ist jedoch strittig. In der Rechtsprechung ergingen dazu bereits unterschiedliche Urteile.

So lehnte das OLG Düsseldorf in seiner Entscheidung vom 15.12.2016 (26 W 25/12) eine marktorientierte Bewertung ab, da der Börsenkurs zum maßgeblichen Zeitraum nur beschränkt aussagekräftig war.

Auch der BGH äußerte sich mit seinen Entscheidungen vom 21.02.2023 (II ZB 12/21) und 31.01.2024 (II ZB 5/22) zu dieser Problematik. Die Richter stellten Kriterien auf, die darüber entscheiden, ob und wann der Börsenwert als Schätzungsgrundlage in der Unternehmensbewertung herangezogen werden kann. Grundsätzlich ist ein solches Bewertungsvorgehen also zulässig. Voraussetzung ist allerdings, dass eine ausreichende Marktliquidität vorliegt und ein vergleichbares Informationsregime bei den Marktteilnehmern vorhanden ist. Auch darf es keine Anzeichen für eine Marktmanipulation geben. Wenn diese Voraussetzungen gegeben sind, gilt der Börsenwert als aussagekräftig und somit als geeignet, den wahren Unternehmenswert einer Gesellschaft zu bestimmten.

OLG Düsseldorf v. 15.12.2016 (26 W 25/12), BB 2017, S. 2034;
BGH v. 21.02.2023 - (II ZB 12/21), NJW 2023, S. 2114;
BGH v. 31.01.2024 - (II ZB 5/22), WM 2024, S. 862.

i

Literatur

Zwirner/Schöffel
Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Relevanz von Börsenkursen bei der Bewertung von Unternehmen, StuB, 15/2024, S. 601-602.

Zwirner/Schöffel
Kapitalisierungszinssätze in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Analyse inländischer IFRS-Konzernabschlüsse 2023, CF, 07-08/2024, S. 185-191.

Zwirner/Schöffel
Häufige Fehler in der Unternehmensbewertung – Fehlerhafte Nichtberücksichtigung des Wertbeitrags aus Thesaurierung und Vernachlässigung faktisch vorhandener Ausschüttungsrestriktionen, StuB, 08/2024, S. 317-318.

Busch/Zwirner
ED/2024/1 − vorgeschlagene Änderungen für verbesserte Informationen über Akquisitionen, IRZ, 06/2024, S. 247-249.

Zwirner/Boecker
Nachhaltigkeitsberichterstattung nach den europäischen Vorgaben, Referentenentwurf zur Umsetzung der CSRD in Deutschland, BC, 05/2024, S. 216-221.

Zwirner/Vodermeier/Krauß
Anhebung der handelsrechtlichen Schwellenwerte: Implikationen der (rückwirkenden) Erstanwendung, WPg, 11/2024, S. 580-593.

Veranstaltungen

Termin	Thema
22.10.2024	Mandantenveranstaltung Kleeberg
26.11.2024	Aktuelle Entwicklungen in der Rechnungslegung

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 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.

© 09/2024. 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