

Unternehmensbewertung

Praxis. Rechtsprechung. Kapitalmarkt.

3 2021

THEMA 1:

Bewertung von immateriellen
Vermögensgegenständen

THEMA 2:

Anwendbarkeit des IDW S1 –
Grundsätze im Familien- und
Erbrecht

THEMA 3:

Chipmangel in der Halbleiter-
industrie



Diplom-Kaufmann
Wolf Achim Tönnies
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater,
Rechtsanwalt, Of Counsel

Liebe Leserin, lieber Leser,

die Unternehmenswelt befindet sich in einem ständigen Wandel. Die Zunahme digitaler Geschäftsmodelle ist nicht erst seit kurzem zu beobachten, sondern wird seit Jahrzehnten vorangetrieben. Ein prominentes Beispiel hierfür ist das aktuelle Lieblingsprojekt der Tech-Industrie im Silicon Valley: das Metaversum. Hierbei handelt es sich um einen kollektiven virtuellen Raum, in welchem Nutzer zunehmend mehr Zeit (Leben und Arbeit) in virtuellen Simulationen verbringen sollen und damit die reale und virtuelle Welt näher zusammenrücken. In solchen Geschäftsmodellen kommt immateriellen Vermögensgegenständen eine bedeutende Rolle zu. Wir haben dies zum Anlass genommen, in unserem ersten Beitrag dieses Rundschreibens einen Blick auf die Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen zu werfen und das Thema näher zu beleuchten.

Das zweite Thema befasst sich mit Unternehmensbewertungen, welche von Rechtsnormen geprägt sind und bei denen möglicherweise Abweichungen von den üblicherweise bei Bewertungen zugrunde gelegten Grundsätzen sachgerecht sein können. Wir haben dies für die Bereiche des Schuld-, Erb- und Familienrechts näher untersucht.

Im Service-Teil unseres Rundschreibens geben wir Ihnen einen Überblick über spannende Gerichtsentscheidungen sowie Literaturbeiträge im Bereich der Unternehmensbewertung. Hierüber hinaus analysieren wir für Sie den Einfluss des aktuell vorherrschenden Halbleitermangels auf verschiedene Wirtschaftsbereiche. Unser Rundschreiben schließt wie gewohnt mit aktuellen Werten für die Bestimmung von Kapitalkosten für ausgewählte Branchen ab.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr Wolf A. Tönnies

INHALT

UNTERNEHMENSBEWERTUNG	3
Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen	3
Anwendbarkeit des IDW S 1 – Grundsätze im Familien- und Erbrecht	6
Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung	8
Blick in die Literatur	10
Chipmangel in der Halbleiterindustrie	12
Kapitalkosten aktuell	14
Aktuelles aus unserem Hause	17

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen (Rieke Sahlmann / Wolf A. Tönnes)

Einleitung

Immaterielle Vermögensgegenstände sind aus dem modernen Wirtschaftsleben nicht mehr wegzudenken und begegnen uns in vielfacher Ausprägung:

- **Marketingbezogene Werte:** Marken, Warenzeichen, Internet-Domains
- **Kundenorientierte Werte:** Kundenlisten, Auftragsbestände, Geschäftsbeziehungen
- **Technologiebasierte Werte:** Patente, Know-how, Gebrauchsmuster, Rezepturen, Software, Datenbanken
- **Kunstbezogene Werte:** Bilder, Fotografien, Videos, Fernsehsendungen, Urheberrechte
- **Vertragsbezogene Werte:** Lizenzen, Nutzungsrechte, Leasing- und Franchisevereinbarungen, Wettbewerbsverbote, Stillhalteabkommen

Vermögensgegenstände zeichnen sich dadurch aus, dass ihnen ein Wert beigemessen werden kann und dass sie – jedenfalls grundsätzlich – selbstständig veräußerungsfähig sind. Aber nicht nur beim direkten Erwerb muss der Wert ermittelt werden, sondern auch dann wenn ein Unternehmen als Ganzes erworben wird und der Kaufpreis auf die verschiedenen Vermögensgegenstände aufgeteilt werden muss (Kaufpreisallokation). Die fortbestehende Werthaltigkeit der Vermögensgegenstände muss im Rahmen der Jahresabschlüsse geprüft werden. Bei der Bestimmung von Verrechnungspreisen spielt der Wert überlassener immaterieller Vermögensgegenstände bei der Ermittlung des Transferpaketes eine Rolle.

Der IDW Standard „Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte“ (IDW S 5) enthält hierzu Grundsätze. In der Regel wird der Wert für jeden Vermögensgegenstand einzeln bestimmt. Ausnahmen stellen Bündel von zusammenhängenden immateriellen Vermögenswerten dar, die eine Bewertungseinheit bilden z.B. patentierte/unpatentierte Technologien, Kundenbeziehungen.

Bewertungsverfahren

Mit marktpreis-, kapitalwert- und kostenorientierten Verfahren stehen der Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen drei Verfahren zur Verfügung, denen jeweils mehrere Bewertungsmethoden zugeordnet werden.

marktpreisorientiert	kapitalwertorientiert	kostenorientiert
<ul style="list-style-type: none"> • Marktpreise auf aktivem Markt • Analogiemethoden 	<ul style="list-style-type: none"> • Methode der unmittelbaren Cash Flow-Prognose • Methode der Lizenzpreis-analogie • Residualwertmethode • Mehrgewinnmethode 	<ul style="list-style-type: none"> • Reproduktionsmethode • Wiederbeschaffungskostenmethode

Quelle: IDW S 5 Tz. 18

Immaterielle Wirtschaftsgüter werden wirtschaftlich zunehmend bedeutsam

Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände nach dem IDW S 5

Individualität und mangelnde Vergleichbarkeit zeigen den Bewertungsverfahren ihre Grenzen auf

Bewertung erfolgt in der Praxis regelmäßig mit kapitalwertorientierten Verfahren

Bewertung als Kapitalisierung (ersparter) Lizenzkosten

Bewertung des Mehrgewinns gegenüber fiktiven Vergleichsunternehmen

Während die treffendste Bewertung durch marktpreisorientierte Verfahren erfolgt, ist in der Praxis regelmäßig zu beobachten, dass Methoden aus der Gruppe der kapitalwertorientierten Verfahren zur Anwendung kommen. Die Individualität der Vermögenswerte und die mangelnde Vergleichbarkeit mit anderen Vermögensgegenständen führen dazu, dass marktpreis- und kostenorientierte Verfahren schnell an ihre Grenzen stoßen.

Kapitalwertorientierte Verfahren basieren auf einer Abschätzung der künftigen Erträge aus den zu bewertenden Vermögensgegenständen. Hierfür sind – unabhängig von der Wahl der konkreten Methode – die nachfolgenden Fragen zu berücksichtigen:

- **Abgrenzung der Zahlungsströme:** In welcher Höhe werden finanzielle Überschüsse aus der Nutzung des immateriellen Vermögenswertes erwartet bzw. welcher wirtschaftliche Nutzen kann gezogen werden?
- **Nutzungsdauer:** Wie lange werden finanzielle Überschüsse aus der Nutzung des immateriellen Vermögenswertes erwartet?
- **Diskontierungszins:** Welches Risiko besteht im Zusammenhang mit der erwarteten Nutzung?

Abgrenzung der Zahlungsströme

Eine unmittelbare Bestimmung der Zahlungsströme, die von einem immateriellen Vermögensgegenstand induziert werden, ist nur in wenigen Fällen möglich. So ergeben sich die Zahlungsströme aus vertraglichen Vereinbarungen regelmäßig aus den vertraglichen Vereinbarungen selber. Auch der Wert eines einzelnen Auftrages kann zumindest anhand des kalkulierten Deckungsbeitrages einigermaßen sicher bestimmt werden.

Bei der Methode der Lizenzpreisanalogie wird der Wert des immateriellen Vermögenswertes als der Barwert fiktiv ersparter Lizenzgebühren ermittelt. Im ersten Schritt wird dabei festgelegt, welche Gebühren dem Eigentümer unter marktüblichen Bedingungen („arm’s length“) entstehen würden, besäße er nicht den Vermögenswert. Abgeleitet werden die fiktiven Lizenzzahlungen anhand marktüblicher Lizenzraten vergleichbarer Vermögensgegenstände, die z.B. aus Lizenz-Datenbanken ermittelt werden können. Als Faustformel dient die sog. „Knoppe-Formel“, wonach rund ein Drittel bis ein Viertel des prognostizierten Gewinns, der aufgrund des immateriellen Wirtschaftsgutes erwirtschaftet wird, den Lizenzgeber zukommen soll; der sich daraus ergebende Wert wird aus Vereinfachungsgründen häufig auf den Umsatz zurückgerechnet und führt dann ebenfalls zu einer umsatzbezogenen Lizenz. Die Methode eignet sich besonders für die Bewertung von Warenzeichen, Markennamen oder ähnlichen Vermögenswerten, für die bei Fremdbezug Lizenzgebühren zu zahlen sind.

Die Mehrgewinnmethode vergleicht die Cashflows des Unternehmens einschließlich des zu bewertenden immateriellen Vermögensgegenstands mit den Cashflows eines fiktiven Unternehmens, das entweder den immateriellen Vermögensgegenstand nicht besitzt oder vollständig auf dessen Nutzung verzichtet. Anschließend wird die Differenz der Cashflows der beiden Unternehmen gebildet; sie stellt den Zahlungsstrom da, der die Basis der Bewertung des immateriellen Vermögensgegenstandes bildet. Diese Methode führt zu angemessenen Ergebnissen, wenn die erforderlichen „fiktiven“ Unternehmen tatsächlich existieren und bestimmt werden können. Dies ist bei Vergleich von Markenunternehmen (z.B. Markentankstelle) mit nicht markierten Unternehmen (z.B. freie Tankstelle) möglich. Im konkreten Fall wurden Kunden befragt, wie viel mehr sie für einen Markenkraftstoff gegenüber einem nicht markierten Kraftstoff zu zahlen bereit wären. Zu berücksichtigen sind dann allerdings auch die Kosten der Markenpflege in Form von z.B. hochwertigerem Produktdesign oder Werbung.

In der Regel generieren immaterielle Vermögensgegenstände erst im Verbund mit anderen materiellen bzw. immateriellen Vermögensgegenständen Zahlungsüberschüsse (Cashflows). Daher liegen oft Planungen nur auf Basis von Cashflows für eine Gesamtheit von Vermögenswerten vor. Die Residualwertmethode baut darauf auf und unterstellt, dass ein Unternehmer ausschließlich im Besitz des zu bewertenden immateriellen Vermögensgegenstandes ist und für die „unterstützenden“ Vermögensgegenstände, die von einem Dritten fiktiv gemietet oder geleast werden, Nutzungsentgelte zu entrichten sind. Der nach Abzug dieser Nutzungsentgelte verbleibende Zahlungsstrom wird dann den immateriellen Vermögensgegenständen zugerechnet. Diese Methode führt nur dann zu akzeptablen Ergebnissen, wenn der zu bewertende Vermögensgegenstand tatsächlich der wesentliche Werttreiber des Unternehmens ist, sodass die übrigen Vermögensgegenstände tatsächlich überschaubar und unterstützend bleiben.

Bestimmung der Nutzungsdauer

Da immaterielle Vermögensgegenstände eine begrenzte rechtliche oder wirtschaftliche Lebensdauer haben, kommt die Berücksichtigung einer ewigen Rente im Bewertungskalkül in der Regel nicht in Betracht. Im Planungszeitraum der Cashflows ist somit auf die Nutzungsdauer bzw. die verbleibende Restnutzungsdauer der Vermögensgegenstände abzustellen. Hierbei sind rechtliche (Laufzeiten von Verträgen, Markenschutz), wirtschaftliche (Marktakzeptanz) und technologische (Umsetzbarkeit) Faktoren zu berücksichtigen.

Zu beachten ist auch, dass bei Ablauf der Nutzungsdauer der Wertbetrag des Unternehmensgegenstandes nicht automatisch komplett verschwindet. Selbst wenn z.B. ein Markenschutz abläuft oder ein technisches Verfahren durch bessere Verfahren überholt wird, nimmt es erfahrungsgemäß einige Zeit in Anspruch, bis Drittanbieter signifikante Marktanteile erlangen. Dies ist durch die Planung von Abschmelzungen bei den Cashflows zu berücksichtigen.

Diskontierungszins

Die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes erfolgt unter Rückgriff des CAPM. Dabei kann allerdings nur in Ausnahmefällen auf einen für das Gesamtunternehmen ermittelten Zinssatz zurückgegriffen werden. Der Diskontierungszinssatz muss vielmehr die spezifischen Risiken des immateriellen Vermögenswerts widerspiegeln. Der zu bewertende immaterielle Vermögensgegenstand kann ein deutlich geringeres Risiko als das Unternehmen aufweisen. Beispielsweise kann eine Marke das konkrete Unternehmen überdauern; die den Gegenstand zugeordneten Zahlungsströme können eine wesentlich geringere Fluktuation aufweisen als die Cashflows aus dem Gesamtunternehmen. Betrachtet werden muss auch die Kapitalstruktur (Eigen- und Fremdkapital), die dem Vermögensgegenstand zugeordnet ist. Die genannten Faktoren haben einen Einfluss auf die Höhe des Risikozuschlages und des Betafaktors innerhalb des Diskontierungszinses. Zur Plausibilisierung eines gewählten Diskontierungszinssatzes kann das „WACC to WARA“ – Modell verwendet werden, welches auch im Rahmen von Kaufpreisallokationen zum Einsatz kommt. Grundsätzliche Überlegung hierbei ist, dass die gewichtete Verzinsung des Portfolios aller Vermögenswerte (Aktivseite der Bilanz; weighted average rate of return on assets – WARA) den gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens (Passivseite der Bilanz; weighted average cost of capital – WACC) entsprechen soll. Bei der Bestimmung des WARA werden die vermögensspezifischen Risikozuschläge derart ermittelt, dass eine sinnvolle Relation zwischen den einzelnen Vermögensgegenständen und ihren Verzinsungen bestehen: z.B. ist ein risikoreicher Goodwill höher zu verzinsen als risikoarmes working capital oder gar reine Geldbestände.

Aber auch die risikolose Zinskomponente (Basiszins) kann abweichen von dem im Rahmen einer Gesamtunternehmensbewertung zu verwendenden risikolosen Zinssatz. So ist beispielsweise für immaterielle Vermögensgegenstände mit kurzer Laufzeit nicht sachgerecht, die (bei unterstellter „normaler“, steigender Zinsstrukturkurve) höheren Zinssätze längerer

Bewertung des Restgewinns
nach Abzug der Kosten aller übrigen
Vermögensgegenstände

Berücksichtigung einer begrenzten
Nutzungsdauer

Abschmelzungsprozesse müssen
angemessen modelliert werden

Der Diskontierungszins muss risiko-
gerecht angepasst werden

Die Auswahl und die sorgfältige Anwendung eines geeigneten Bewertungsverfahrens ist Grundlage für Ermittlung eines zutreffenden Wertes

Die Rechtsgebundenheit der Bewertung bestimmt die Anwendbarkeit des Bewertungsverfahrens

Laufzeiten in die Berechnung des Basiszinssatzes einzubeziehen. Der Bewerter hat eine laufzeitäquivalente Berechnung des Basiszinssatzes vorzunehmen.

Fazit

Bewertungsanlässe für immaterielle Vermögensgegenstände sind vielfältig und tendenziell zunehmend. Theorie und Praxis stellen mehrere Verfahren zur Verfügung, nach denen die Werte immaterieller Vermögensgegenstände ermittelt werden können. Im konkreten Bewertungsfall ist deswegen zunächst das am besten geeignete Verfahren auszuwählen. Bei der Anwendung des konkreten Verfahrens kommt der Abgrenzung der dem Vermögenswert zuzurechnenden Zahlungsströme und der Auswahl eines geeigneten Diskontierungszinssatzes eine besondere Rolle zu.

Der IDW S 5 gibt eine geeignete Grundlage zur Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände. Mit dem IDW S 5 wurde ein Rahmenkonzept auf Grundlage der verschiedenen Bewertungsverfahren vorgegeben, die praktische Hinweise und Hilfestellungen für eine sachgerechte Anwendung dieser Verfahren geben.

Anwendbarkeit des IDW S 1 – Grundsätze im Familien- und Erbrecht (Wolf A. Tönnes)

Der IDW Standard S 1 beschreibt die Grundsätze, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Der Anwendungsbereich des IDW S 1 wird dabei umfassend beschrieben und soll nach Möglichkeit alle denkbaren Bewertungsfälle umfassen. Gleichwohl stehen im Vordergrund der Rechtsprechung und Literatur Anwendungsfälle wie Unternehmenskäufe, Ausgleichs- und Abfindungsansprüche in „squeeze out“-Verfahren und Bewertungen anlässlich von Gesellschafterwechseln. Für steuerrechtliche Bewertungsverfahren enthält § 11 Abs. 2 BewG eine Öffnungsklausel, die die Anwendung einer „im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke übliche Methode“ zur Ermittlung des gemeinen Wertes von Gesellschaftsanteilen zulässt.

In den genannten Fällen können Bewertungsgutachten auf einem tiefgehend ausdifferenzierten Diskussionsstand aufbauen, der sich in detaillierten und umfangreich begründeten Gutachten niederschlägt. Wesentlich weniger ausgeformt ist dagegen die Bewertung in Fällen des Familien- und Erbrechts, in denen Fragen des Zugewinnausgleichs und des Pflichtteilsrechts adressiert werden. Es stellt sich deswegen die Frage, ob in diesen Fällen die Grundsätze des IDW S 1 Antworten auf Fragen geben können, die in diesen Rechtsgebieten nicht oder noch nicht adressiert sind.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die „Rechtsgebundenheit“ der Unternehmensbewertung. Die Bewertung erfolgt nicht rechtsfrei, sondern muss die Ziele berücksichtigen, die in dem Bewertungsfall erreicht werden sollen. So verlangt z.B. das Familienrecht für die Zugewinn-Berechnung die Ermittlung des „vollen wirklichen Wertes“, der i.d.R. dem Verkehrswert bzw. dem Veräußerungswert entspricht. Beim erbrechtlichen Pflichtteilsanspruch ist der Berechtigte in Geld so zu stellen, wie wenn er am Nachlass beteiligt und dieser im Erbfall in Geld umgesetzt worden wäre. In beiden Fällen kommt es deswegen nicht auf subjektive Werte, sondern auf am Markt mit fremden Dritten erzielbare Werte – mithin objektivierte Unternehmenswerte i.S.d. IDW S 1 – an. Dies machte den IDW S 1 grundsätzlich anwendbar, beantwortet aber noch nicht jede Detailfrage. Auch das IDW verlangt in dem Standard S 13 „Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht“ die Anpassung an den jeweiligen Bewertungszweck.

Hierzu einige Beispiele:

- Auch die zukunftsorientierte Unternehmensbewertung stützt sich auf eine Analyse der Vergangenheit („Zukunft beruht auf Herkunft“). Bei der erbrechtlichen Bewertung kann hier allerdings der Tod des Erblassers ein einschneidendes Ereignis sein, das wesentlichen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens haben kann (z.B. wenn der Erblasser das Unternehmen wesentlich geprägt und getrieben hat). Hingegen kann bei familienrechtlichen Auseinandersetzungen eher davon ausgegangen werden, dass das Unternehmen hiervon nicht berührt und in seiner Entwicklung beeinträchtigt wird. Folge davon ist, dass in familienrechtlichen Bewertungsfällen für die Beurteilung der zukünftigen Entwicklung wesentlich stärker auf die Vergangenheit und auf subjektive Faktoren zurückgegriffen werden kann als dies in erbrechtlichen Bewertungsfällen möglich ist.
- Eng damit verbunden ist die viel diskutierte Frage der „Abschmelzung“ eines Ertragswertes, wenn eine für das Unternehmen wesentlich prägende Person das Unternehmen verlässt. In diesen Fällen wird davon ausgegangen, dass sich der auf dem Wirken dieser Person resultierende „Ertragswert“ des Unternehmens im Laufe der Zeit reduziert und im Extremfall sogar vollständig verflüchtigt. Es liegt auf der Hand, dass eine solche Situation in erbrechtlichen Bewertungsfällen häufiger auftritt und berücksichtigt werden muss als in familienrechtlichen Fällen.
- Genauso wie in den von IDW S 1 adressierten Fällen ist Gegenstand der Bewertung zwar primär ein Unternehmen; gesucht wird allerdings der Wert eines Anteils an diesem Unternehmen, der aus dem Unternehmenswert abgeleitet wird. Hier spielen gesellschaftsvertraglich vereinbarte Verfügungsbeschränkungen eine Rolle. Diese können nicht monetärer Art sein (z.B. Vinkulierungsklauseln oder Veräußerungssperren) oder aber Ausschüttungs- und Entnahmebeschränkungen beinhalten. Oftmals werden auch Abfindungsklauseln unterhalb des „wahren Wertes“ vereinbart. Es stellt sich dann die Frage, ob und wie diese Klauseln im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen sind. In erbrechtlichen Bewertungen scheint dies verhältnismäßig klar, da es zu einem Erbfall gekommen ist, in dem die Klausel wirksam wurde. Es ist klar, dass der Erbe für die Erfüllung des Pflichtteilsanspruches nur auf das zurückgreifen kann, was er tatsächlich unter Berücksichtigung der Verfügungsbeschränkung erlangt hat. In familienrechtlichen Fällen ist dies weniger eindeutig, da aus gesellschaftsrechtlicher Sicht zunächst keine Verfügungsbeschränkung eingreift und unklar ist, ob dies in Zukunft jemals der Fall sein wird.
- Für die Bewertungsfälle des IDW S 1 ist anerkannt, dass Ertragsteuern nicht nur auf der Ebene des zu bewertenden Unternehmens, sondern auch auf der Ebene des Gesellschafters zu berücksichtigen sind, wobei standardisiert von einem Steuersatz von 35 % ausgegangen wird. Für thesaurierte Beträge, die sich nicht in Ausschüttungen, sondern in Wertsteigerungen des Unternehmens niederschlagen, wird der halbe Steuersatz zu Grunde gelegt, da dieser Teil des Unternehmenswertes erst bei einer Veräußerung des Unternehmens zum Tragen kommt. Für familien- und erbrechtliche Fälle ist die Lage weniger gesichert. Dies betrifft zunächst den zugrunde zu legenden Steuersatz, der hier für die Person des jeweiligen Zahlungsverpflichteten konkret festgelegt werden kann, so dass es einer pauschalen Annahme zum Steuersatz nicht bedarf. Diskussionsbedarf besteht aber auch hinsichtlich der Annahme des halben Steuersatzes. Da in erbrechtlichen Fällen eine Veräußerung des Unternehmens im Zeitpunkt des Erbfalls unterstellt wird, dürfte hier kein Raum für eine differenzierte Besteuerung laufender Einkünfte und der Thesaurierungsbeträge bestehen. Dagegen wird im familienrechtlichen Bewertungsfall eine Veräußerung nur fiktiv angenommen und ist oftmals nicht beachtet. Dann stellt sich die Frage, ob – und ggf. in welcher Höhe – Ertragsteuern auf die thesaurierten Gewinnanteile angesetzt werden können.

Familien- bzw. erbrechtliche Bewertungsfälle bedingen eine differenzierte Analyse der Vergangenheit

Die Frage der „Abschmelzung“ des Ertragswertes

Anteilswert ist aus dem Unternehmenswert abzuleiten

Gesellschaftliche Verfügungsbeschränkungen bei der Ermittlung berücksichtigen

Der Bewertungsanlass macht die Berücksichtigung von Ertragsteuern unter Verwendung individueller Steuersätze möglich

Berücksichtigung von stillen Reserven erforderlich?

Anpassungen bei Unternehmensplanungen durch einen gerichtlich bestellten Gutachter sind ein Dauerbrenner

Plausible Unternehmensplanungen dürfen nicht durch ebenfalls vertretbare Annahmen des Gerichts oder eines Sachverständigen ersetzt werden

Eingeschränkter Überprüfungsmaßstab bezüglich der Plausibilität einer Planung

Planungen sind plausibel, wenn sie auf in sich konsistenten, frei von Widersprüchen und zutreffenden Annahmen basieren

Wie Zahlen realistisch einzuschätzen und Informationen zutreffend sind, bleibt offen

- Umgekehrt fordert die Rechtsprechung, dass in familien- und erbrechtlichen Bewertungsfällen „tax amortization benefits“, die daraus entstehen, dass ein gedachter Erwerber die im Unternehmenswert bezahlten stillen Reserven steuerlich geltend machen kann, werterhöhend berücksichtigt werden. In den gesellschaftsrechtlichen Fällen ist dies aber hoch umstritten und wird unter der Frage diskutiert, ob Vorteile, die nur der Erwerber eines Unternehmens geltend machen kann (sog. „echte Synergien“), den Unternehmenswert erhöhen.

Die angesprochenen Fragen waren Gegenstand eines Vortrages, den der Verfasser auf der 14. Jahrestagung der EACVA am 19.11.2021 in München gehalten hat. Wir werden das Thema auch in einem Webinar unseres Hauses am 10. Februar 2022 noch einmal diskutieren. Weitere Infos finden Sie in Kürze auf unserer Website (www.hlb-schumacher.de).

Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung

Tatrichterliche Überprüfungsmaßstäbe im Spruchverfahren – OLG München, Beschluss vom 09. April 2021 (31 Wx 2/19)

Die Frage, in welchem Umfang die vom Unternehmen vorgenommene Planung der zukünftigen Entwicklung durch ein damit befasstes Gericht oder einen gerichtlich bestellten Gutachter geändert werden kann, ist ein „Dauerbrenner“. Das OLG München hat sich damit im Rahmen eines Spruchverfahrens beschäftigt; die Frage betrifft darüber hinaus aber auch andere gleich gelagerte Fälle wie z.B. im Familien- und Erbrecht.

Das OLG führt zunächst aus, dass die Planung in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen ist und damit nur eingeschränkt darauf hin überprüfbar sei, ob sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen beruht, mithin plausibel und nicht widersprüchlich ist. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, dürfe diese Planung nicht durch andere – letztlich aber ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden. Diese Auffassung beruht auf ständiger Rechtsprechung und ist im Wesentlichen unstrittig.

Nach Auffassung des Gerichtes beschränkt sich daher die Prüfung auf die Plausibilität der vorgelegten Planung. Für diese Prüfung sei es auf jeden Fall erforderlich, dass die Planungsprämissen und Planzahlen vorgelegt werden, die Rückschlüsse auf die geplanten Ergebnisse ermöglichen. Ein besonderes Augenmerk sei dabei auf die Frage zu legen, ob es sich um eine sog. „Anlassplanung“ gehandelt habe oder ob die Planung in einem ordentlichen (revolvierenden) Planungsprozess zustande gekommen sei. Eine Begutachtung dieser Zahlen könne sich nicht auf die bloße Aussage beschränken, die Planung sei „plausibel“, ohne Offenlegung der Tatsachen, aus denen sich diese Schlussfolgerung herleite.

Solange die Annahmen und Zahlen realistisch sind, auf zutreffenden Informationen beruhen, in sich konsistent sind und auch sonst keine Widersprüche zu anderen Umweltfaktoren aufweisen, sei diese Entscheidung des Unternehmens sowohl vom (Spruch-) Gericht als auch von den beteiligten Aktionären hinzunehmen. Damit wird der häufig vorgebrachten Forderung nach Planung von Alternativszenarien (mit möglicherweise besseren Ergebnissen) eine Absage erteilt, das gleiche gilt für Einwendungen, die Planung sei „zu konservativ“ oder „nicht ambitioniert genug“ vorgenommen worden.

Nicht explizit eingegangen ist das Gericht auf die Frage, wie geprüft werden soll, ob Zahlen realistisch und Informationen zutreffend sind. Hier wird häufig der Blick auf die später eingetretene tatsächliche Entwicklung geworfen. Kommt es hier zu starken Abweichungen,

sollte dies zumindest Ansatzpunkt für weitere Diskussionen und Untersuchungen sein. Es ist dann zu fragen, ob die (abweichende) Entwicklung bereits zum Bewertungsstichtag objektiv erkennbar gewesen und in der Planung zu berücksichtigen gewesen wäre. In jedem Fall ist aus Gründen der Transparenz zu erläutern, warum den Planungswerten des Unternehmens nicht gefolgt wurde (dazu Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9.Aufl. 2020, Tz. 399 ff). Etwas anderes dürfte auch aus dem hier besprochenen Urteil des OLG München nicht folgen.

Liquidität von Aktien als Gegenleistung iSv § 31 II 1 WpÜG – OLG Frankfurt, Beschluss vom 11. Januar 2021 (WpÜG 1/20)

Beabsichtigt der Mehrheitsaktionär, Minderheitsaktionäre aus dem Unternehmen auszuschließen, steht ihm unter bestimmten Voraussetzungen neben dem Verfahren auch ein wertpapierrechtliches Übernahmeverfahren zur Verfügung (§§ 39a ff WpÜG iVm § 29 ff WpÜG). Die Abfindung der Minderheitsaktionäre kann in diesem Falle auch in „liquiden Aktien“ bestehen.

Das OLG Frankfurt sieht nun eine als Abfindung gewährte Aktie dann als liquide an, wenn dem Aktionär die Möglichkeit offensteht, diese Aktie umgehend gegen einen Geldbetrag zu veräußern. Eine Aktie sei nur dann liquide, wenn sie als Vermögensgegenstand – jedenfalls fast – so gut wie ein Geldbetrag in Euro sei, also ohne Weiteres und jederzeit – insbesondere zeitnah zu deren Übereignung in Vollzug des Übernahmeangebots – verkauft („liquidiert“) werden könne und bei einem Verkauf an der Börse kurz nach der Übereignung nach regelmäßigem Verlauf davon ausgegangen werden kann, dass der Aktionär als angemessen bestimmten Wert der ursprünglich von ihm gehaltenen Aktien der Zielgesellschaft erzielen wird. Übliche Schwankungen des Aktienkurses seien hinzunehmen; auf die mittel- bis langfristigen Kursaussichten der Aktie komme es dagegen nicht an. Das OLG stellt sodann fest, dass das Erfordernis der Liquidität im Zeitpunkt der Übernahme erfüllt sein müsse und definiert das Liquiditätserfordernis anhand der Kriterien des Art. 22 I der Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-DVO dahingehend, dass die Aktie täglich gehandelt wird, der Streubesitz nicht weniger als 500 Mio. Euro beträgt sowie (mindestens) eine der nachfolgend genannten Bedingungen erfüllt ist: Die durchschnittliche tägliche Zahl der Geschäfte mit dieser Aktie liegt nicht unter 500; der tägliche Umsatz in dieser Aktie liegt nicht unter 2 Mio. Euro.

Die Anwendbarkeit dieser Entscheidung dürfte auf wenige Fälle begrenzt sein. Zum einen sind die „Hürden“ die das Gericht für eine liquide Aktie setzt, verhältnismäßig hoch (das Gericht weist selber darauf hin, den Gesetzgebungsmaterialien sei nicht zu entnehmen, dass auch kleineren Unternehmen die Möglichkeit eingeräumt werden sollte, eigene Aktien im Tausch gegen die Aktien des Zielunternehmens anzubieten). Zum anderen sieht das aktienrechtliche Übernahmeverfahren nach §§ 327a ff AktG eine Gewährung von Aktien als Gegenleistung nicht vor.

Die Frage des „liquiden Marktes“ spielt allerdings eine Rolle, wenn die Bestimmung einer angemessenen Abfindung für die Aktien des Zielunternehmens auf der Grundlage von Börsenkursen erfolgen soll (sog. „marktorientierte Bewertung“). Hier steht allerdings nicht die Frage im Vordergrund, ob der ausscheidende Aktionär die erhaltenen Aktien jederzeit veräußern könnte, sondern die Frage, ob die an der Börse gebildeten Kurse den Wert des Unternehmens angemessen widerspiegeln. Einer (verkürzten) Argumentation, der Wert eines Unternehmens sei gleichzusetzen mit dem Preis der Aktien multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien dürfte durch den Beschluss des OLG ein Stück weit der Boden entzogen worden sein.

Abfindung von Minderheitsaktionären kann in „liquiden Aktien“ erfolgen

Eine als Abfindung gewährte Aktie gilt bei einer umgehenden Veräußerung gegen einen Geldbetrag als liquide

Begrenzung der Anwendbarkeit

Bei einer marktorientierten Bewertung bleibt offen, wann Börsenkurse einen Unternehmenswert angemessen widerspiegeln

Bewertung von Unternehmen anhand von Börsenkursen in der Literatur umstritten

Strenge Informationseffizienz liegt nicht vor – keine faire Kursbildung an Börsen

Eine Unternehmensbewertung anhand einer vollumfänglichen Analyse weiterhin unerlässlich

Einfluss des Basiszins auf die Marktrisikoprämie

Negative Korrelation von Basiszins und Marktrisikoprämie

Blick in die Literatur

Relevanz von Börsenkursen in der Unternehmensbewertung

Das Thema der Bestimmung von Unternehmenswerten anhand von Börsenkursen beschäftigt weiterhin die Literatur. In letzter Zeit sind hierzu Beiträge aus juristischer Sicht von Wasmann (AG 2021 S. 179 ff.) und Schnorbus/Rauch/Grimm (WPg 2021, 391 ff.) erschienen, die im Ergebnis eine Unternehmensbewertung allein auf der Grundlage von Börsenkursen befürworten. Der zu entschädigende Vermögensverlust des Minderheitsaktionärs sei der Verkehrswert der Aktie, der regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch sei. Die gewährte Abfindung müsse daher so bemessen sein, dass ein Minderheitsaktionär jedenfalls nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte erlangen können; dies sei aber letztlich nichts anderes als der Börsenkurs. Dieser stelle einen plausiblen Verkehrswert dar, der aufgrund der in der aufgehenden Informationsdichte des Marktes eine stärkere Aussagekraft zukomme als anderweitig ermittelten Unternehmenswerten.

Der „Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft“ (FAUB) des IDW ist dem in einer Stellungnahme entgegengetreten (WPg 2021, S. 958 ff.).

Der FAUB betont, dass ein alleiniger Rückgriff auf den Börsenkurs zur Bestimmung eines Unternehmenswertes nach der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis nur dann in Betracht komme, wenn an der Börse eine strenge Informationseffizienz vorläge. Dazu müssten alle prinzipiell zugänglichen Informationen, d.h. neben öffentlich verfügbaren auch alle nicht öffentlich verfügbaren Informationen, korrekt in den Kursen verarbeitet sein. Dies sei jedoch in der Regel nicht der Fall, vielmehr verfügen Unternehmen über zusätzliche – oftmals wettbewerbsrelevante – Informationen, die der allgemeinen Öffentlichkeit nicht zur Verfügung stehen und deswegen nicht im Börsenkurs verarbeitet werden können (zu Relevanz der „Innensicht“ vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl. 2020, Tz. 1207 ff.). Diese Ineffizienz führt dazu, dass die Bedingungen einer fairen Preisbildung – u.a. „Veräußerungsbereitschaft“ und „Freiwilligkeit“ – d.h. das Fehlen von Interessenskonflikten – auch im Rahmen der Ermittlung an Börsen nicht zwangsläufig erfüllt werden.

Infolgedessen schwanke der über Börsenkurse ermittelte Wert des Unternehmens um den Fundamentalwert, ohne dass jedoch Aussagen über Umfang und Richtung dieser Schwankungen gemacht werden könnten. Nach einheitlicher Auffassung der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis sei dies nur dadurch zu verifizieren, dass eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren (oder alternativ nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren) auf einer möglichst vollumfänglichen und somit auch unternehmensinterne Informationen umfassenden Basis vorgenommen wird.

Marktrisikoprämie und Zinsniveau

Vor dem Hintergrund des stetig zurückgehenden (risikolosen) Basiszinses wird spätestens seit 2018 die Frage diskutiert, welchen Einfluss dies auf die Bestimmung der Marktrisikoprämie hat (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.). Hierzu ist nun ein neuer Beitrag von Kaserer erschienen (WPg 2021, S. 781).

Kaserer unterstützt im Ergebnis die Auffassung, dass die Marktrisikoprämie negativ mit dem Basiszins korreliert ist, also bei fallendem Basiszins steigt und bei steigendem Basiszins sinkt. Er begründet dies mit zwei Thesen:

- Das allgemeine Zinsniveau ist in Phasen wirtschaftlichen Abschwungs niedriger und in Phasen des Aufschwungs höher als im allgemeinen Durchschnitt und
- die Risikobereitschaft des Marktes ist in guten Zeiten höher (die verlangte Risikoprämie daher niedriger) als in schlechten Zeiten.

Der Verfasser weist darauf hin, dass diese Überlegungen zwar plausibel sind und durch verschiedene empirische Untersuchungen gestützt werden, aber bisher noch davon entfernt sind, in Modelle oder gar konkrete Korrelationen gefasst werden zu können. Folgt man jedoch diesen Überlegungen so ergeben sich hieraus nach seiner Auffassung zwei Konsequenzen:

- Wegen der negativen Korrelation des Basiszinses und der Marktrisikoprämie unterliegt die hieraus zusammengesetzte Aktienrendite geringeren Schwankungen als die Marktrisikoprämie und kann daher leichter aus Vergangenheitszahlen ermittelt werden;
- Als Modell für die Ermittlung der Marktrisikoprämie bietet sich in diesem Fall der „total market return“-(TMR)-Ansatz an. Dabei wird aus den historischen Daten die durchschnittliche Aktienmarktrendite geschätzt und von dieser dann die aktuelle Endfälligkeitsrendite einer langfristigen Staatsanleihe in Abzug gebracht. Die Aufspaltung der Aktienmarktrendite in einen risikolosen Zins und einen Marktrisikozuschlag ist in diesem Fall nur noch deswegen erforderlich, weil auch nach diesem Ansatz die nachfolgende Modifikation durch den Betafaktor allein auf die Marktrisikoprämie bezogen ist.

Influencer als Gegenstand der Unternehmensbewertung

In welche Bereiche Unternehmensbewertung ausstrahlen kann, zeigt ein Beitrag von Hemmerich/Günther (DStR 2021, S. 2321 ff.). Nachdem der BFH mit Urteil vom 12. Juni 2019 (X R 20/17) entschieden hat, dass der „kommerzialisierbare Teil eines Namens“ unabhängig von seiner zivilrechtlichen Übertragbarkeit Gegenstand einer Einlage in einen Gewerbebetrieb sein kann, beschäftigen sich die Autoren mit den wirtschaftlichen Konsequenzen dieses Urteils im Falle sog. „Influencer“ und kommen zu – auf den ersten Blick – erstaunlichen Ergebnissen.

Zunächst die steuerlichen Grundlagen: Eine (erfolgreiche) Berufslaufbahn als Influencer – so die Autoren – wird meist aus privater Neigung gestartet. Wird die Tätigkeit selbstständig, wiederholt und mit der Absicht, Gewinne zu erzielen, ausgeübt, können die Tatbestandsvoraussetzungen für eine der steuerlichen Gewinneinkunftsarten bereits früh in der Laufbahn des Influencers erfüllt sein. Spätestens mit diesem Zeitpunkt liegt auch eine steuerliche Betriebseröffnung vor, sodass sich die Frage stellt, ob sich das Namensrecht bereits als Vermögensgegenstand kristallisiert hat und – falls ja – wie es zu bewerten ist (Bewertungsfall I). Kommt es später zu einer „Betriebsaufgabe“ – z.B. durch Wegzug in ein anderes Land mit nicht nur klimatisch günstigeren Bedingungen –, so steht erneut eine Bewertung im Raum (Bewertungsfall II) und es kann zur Aufdeckung und Versteuerung nicht unerheblicher stiller Reserven kommen.

Der Wert des Namensrechtes bestimmt sich nach den erwarteten künftigen Cashflows, diskontiert auf den Bewertungsstichtag. Auch wenn in diesem Falle eine erhebliche Unsicherheit über die künftige Popularität des Influencers bestünde, sei dies kein prinzipieller Hinderungsgrund, solche Cashflows nach den Standardmethoden der Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände zu ermitteln – also entweder unmittelbar im Rahmen einer Planung, nach der Lizenzpreis-Analogie oder nach der Mehrgewinn-Methode. Als Planungszeitraum sei auf die Laufzeit von Produktmarken mit 3 – 5 Jahren zurückzugreifen. Auch die Bestimmung eines Diskontierungszinses begegne allenfalls praktischen, keinesfalls aber theoretischen Problemen, insbesondere auch, da die Vermarktung des eigenen Namens i.d.R. ohne Fremdkapitaleinsatz erfolge.

Der Beitrag ist in sich konsequent und wendet die allgemein gültigen Grundsätze der Bewertung von Marken auf den Sonderfall einer „selbstgeschaffenen Eigenmarke“ an. Unterstrichen werden soll aber der Hinweis, dass gerade in diesen Fällen die Besonderheiten des Einzelfalles berücksichtigt werden müssen. So sind z.B. bei einer „echten“

Auswirkungen der negativen Korrelation

Influencer-Tätigkeit als Gewinneinkunftsart

Namensrecht als Vermögensgegenstand zu bewerten

Bewertung des Namenrechtes erfolgt durch kapitalmarktorientierte Verfahren

Abschmelzungseffekte bei einer echten Betriebsaufgabe berücksichtigen

Mikrochips sind allgegenwärtig und spielen in sämtlichen Industriezweigen eine bedeutende Rolle

Mega-Trends des 21. Jahrhunderts erhöhen den Bedarf nach Mikrochips

Funktion und Herstellung von Mikrochips

Lange Produktionszeit der Chips erfordert frühzeitige Bestellungen

Chipkrise beruht auf Wechselwirkung mehrerer Faktoren

Aktuelle Chipkrise beeinträchtigt die deutsche Wirtschaft

Betriebsaufgabe, bei der die Tätigkeit unmittelbar eingestellt wird, Abschmelzungseffekte des Markenwertes sorgfältig zu prüfen und durch Abschläge bei den erwarteten Cashflows zu berücksichtigen.

Chipmangel in der Halbleiterindustrie

Die Halbleiterindustrie

Mikrochips sind allgegenwärtig. Alles, was digitale Informationen verarbeitet, speichert oder überträgt, ist auf die Halbleiterprodukte angewiesen. Ein Elektronikgerät ohne Mikrochips existiert nahezu nicht mehr. Dementsprechend groß und breit gestreut ist die Nachfrage nach Mikrochips. Neben Industriezweigen wie der IT-Branche, Elektronik, erneuerbare Energien, Fabrikautomation oder Robotik nehmen Mikrochips eine zentrale Rolle in der Automobilindustrie ein. Pro Fahrzeug werden mehrere hundert solcher Mikrochips eingebaut, welche bspw. Fahrerassistenz- und Sicherheitssysteme, Infotainment, Licht oder Motor steuern. Dazu kommen Mega-Trends wie Künstliche Intelligenz, Elektromobilität sowie autonomes und vernetztes Fahren oder das Internet der Dinge, die den Bedarf an Mikrochips deutlich beeinflussen. In den kommenden 4 Jahren soll weltweit etwa doppelt so viel Mikroelektronik in den Kraftfahrzeugen verbaut werden als noch in 2020.

Die Halbleiterindustrie zählt zum spezialisierten Bereich der Elektroindustrie. Die mikroelektronischen Bauteile werden regelmäßig bei Halbleiterkonzernen wie Infineon, ST-Microelectronics, NXP oder Nvidia bestellt, die wiederum die Aufträge an sog. Foundries weitergeben. Die Entwicklung und äußerst komplexe Herstellung setzt ein hohes Maß an Know-how sowie Innovationskraft voraus. Mit TSMC und Samsung sind weltweit nur wenige Foundry-Unternehmen in der Lage, eine solche Produktion durchzuführen. Diese wird in drei Phasen unterschieden: Design, Fertigung sowie Montage, Test und Verpackung, wobei der größte Teil der Wertschöpfung in den Phasen Design und Fertigung liegt. Der gesamte Herstellungsprozess hat eine Vorlaufzeit zwischen 6 und 9 Monaten.

Chipmangel

Die Ursachen der aktuellen Chipkrise beruhen auf einer Wechselwirkung mehrerer Faktoren. Neben Versorgungsengpässen bei Rohstofflieferanten (Wetterextreme und Brände), Werksausfällen, geopolitischen Spannungen zwischen China und den USA zählt die Coronapandemie zu den Faktoren des Angebotsengpasses. Die Beschränkungen des Wirtschaftslebens (Ausgangssperren, Kontaktverbote und andere Bewegungseinschränkungen) beeinflussten die Nachfrage nach Halbleiterprodukten weltweit. Zum Ende des vierten Quartals 2020 führte der Mangel an Halbleiterprodukten in nahezu allen Abnehmerbranchen zum Stillstand der Produktionsbänder und zu weitreichenden Belastungen.

Während die Automobilproduktion auf ein Minimum heruntergefahren und gleichzeitig die Aufträge für Halbleiter storniert wurden, stieg umgekehrt die Nachfrage nach Endgeräten im Elektronikbereich: Computer, Tablets und Server wurden durch Home-Office und Home-schooling zunehmend beliebter. Zusätzlich stieg die Nachfrage auf Grund des Digitalisierungsschubs im Maschinenbau („Industrie 4.0“) und die Aktivierung der ersten 5G-Netze.

Die langen Produktionszeiten und die Schwierigkeit, zusätzliche Produktionskapazitäten schnell und neu zu schaffen, sorgen bei den Chipherstellern für eine Kapazitätsauslastung von über 95 %. Zurzeit liegen die Lieferzeiten bei Mikrochips zwischen 6 und 12 Monaten. Derzeit übersteigt die Nachfrage nach Halbleiterprodukten das Angebot. Die künstliche Aufblähung durch Bestellungen von Halbleiterprodukten auf Seiten der Abnehmerbranchen erhöht zusätzlich den Druck auf die Chiphersteller. Aufgrund fehlender Informationen sind

diese nicht in der Lage, Auslieferungen so zu priorisieren, dass sie den tatsächlichen, kurzfristigen Bedarf decken können.

Auswirkungen auf die deutsche Industrie

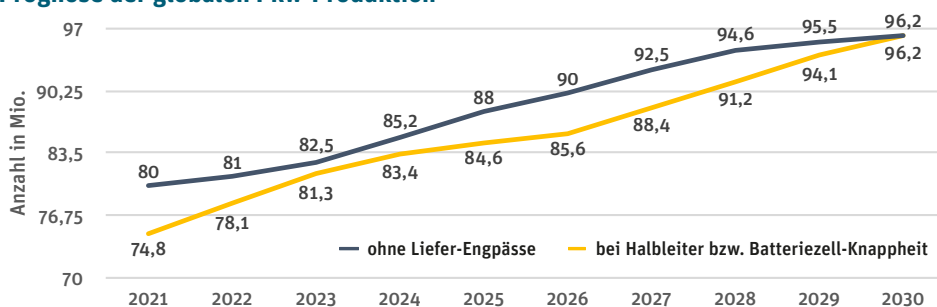
Materialengpässe u.a. aufgrund der anhaltenden Chipkrise bremsen den Aufschwung des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus. Laut einer VDMA-Umfrage (Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau) klagen 85 % der Unternehmen über „merkliche oder gravierende Behinderungen“ und berichten von Zulieferengpässen bei Elektronikkomponenten. Während rd. die Hälfte der Maschinenbauer für 2021 mit einer Umsatzverringerung von 1 bis 5 %-Punkten rechnen, erwarten mehr als ein Viertel sogar 5 bis 10 %. Infolge der Materialknappheit planen 29 % der Unternehmen mit einer generellen Neuausrichtung ihrer Lieferkette, 82 % der Unternehmen wollen ein breiteres Lieferantennetzwerk unterhalten, 45 % möchten stärker auf die geografische Verteilung der Lieferanten achten sowie 77 % wollen mehr Material im Lager vorhalten. Derzeit geht der VDMA von keiner Entspannung aus und prognostiziert für 2022 einen schwächeren Zuwachs der Produktion in Höhe von 5 %.

Besonders betroffen sind die Automobilhersteller und deren Zulieferer, die vom Produktionsvolumen der Automobilhersteller abhängig sind. Bei allen deutschen Automobilherstellern stehen die Bänder zeitweise still und Kurzarbeit wird angeordnet. Bestehende Aufträge können nicht abgearbeitet bzw. neue Aufträge nicht ausreichend bedient werden, da wichtige Bauteile fehlen. Verbraucher müssen sich auf längere Lieferzeiten und höhere Preise einstellen. Volkswagen bspw. baut Fahrzeuge zunächst unfertig, um sie nachzurüsten, sobald die entsprechenden Halbleiter wieder vorrätig sind. Allein im ersten Quartal 2021 konnte das Unternehmen Volkswagen rd. 100.000 Fahrzeuge nicht herstellen. Im August war die Produktion der deutschen Automobilindustrie insgesamt durch Lieferengpässe bei Halbleitern mit 133.600 Pkw (-32 %) ein weiteres Mal rückläufig. Der VDA (Verband der Automobilindustrie) passte erneut seine Jahresprognose für die Pkw-Produktion auf 3,6 Mio. Fahrzeuge (+3 % ggü. der Vorjahresproduktion) an und senkte damit deutlich seine Schätzung für den Absatz im laufenden Jahr. Laut einer Prognose der Beratungsfirma Alix Partners wird in diesem Jahr die Produktion von etwa 7,7 Mio. Fahrzeugen weltweit ausfallen. Sie geht von einem Verlust in Höhe von 210 Mrd. US-Dollar aus, nachdem sie im Mai noch mit einem Verlust in Höhe von 110 Mrd. US-Dollar gerechnet hatte.

Trotz der Entwicklungen erwarten Automobilhersteller für das Jahr 2021 steigende Gewinne. Derzeit werden vorrangig Autos mit einem höheren Deckungsbeitrag auf Kosten von Massenmodellen (Klein- und Kompaktautos) produziert und mit Halbleitern ausgestattet.

Obwohl Halbleiterhersteller ihre Kapazitäten bereits erweiterten, stehen aufgrund der langen Vorlaufzeiten der Automobilindustrie die zusätzlichen Volumina erst in 6 bis 9 Monaten zur Verfügung. Die Knappheit weiterer Ressourcen wie Harz und Stahl belastet die Automobilindustrie zusätzlich. Laut einer Prognose wird bis zum Jahr 2030 der Automarkt weltweit durch die zwei Engpassfaktoren der Halbleiterknappheit und der Batteriezellen-Verfügbarkeit wie folgt charakterisiert:

Prognose der globalen Pkw-Produktion



Quelle: CAR

Folgen des Chipmangels noch bis 2022 zu spüren

Besonders die Automobilindustrie ist durch die anhaltende Chipkrise betroffen:

Einschränkungen in der Produktion, Kurzarbeit und lange Lieferzeiten für Verbraucher

Zukunft der Automobilindustrie durch die zwei Engpassfaktoren der Halbleiterknappheit und Batteriezellen-Knappheit bestimmt

Wie stark die Materialknappheit die deutsche Industrie verschärft, verdeutlicht die monatliche Konjunkturumfrage des ifo-Instituts. 77 % der Unternehmen berichten von Engpässen und Problemen bei der Beschaffung von Vorprodukten sowie Rohstoffen (Vergleich im August 69 %). Halbleiter und Mikrochips fehlen bei 91,5 % der Autohersteller und -zulieferer sowie bei 84 % der Hersteller elektrischer Ausrüstungen. Einhergehend werde eine wirtschaftliche Erholung nach den Einschränkungen der Corona-Pandemie erschwert. Experten gehen langfristig davon aus, dass sich der Chipmangel erst in 2023 weitgehend auflösen und auf einem normalen Niveau einpendeln wird.

Konsequenzen für die Unternehmensbewertung

Die Beurteilung der Unternehmensplanung für die nähere (3 – 5 Jahre) und fernere Zukunft („ewige Rente“) stellt den 1. Schritt jeder Unternehmensbewertung dar. Es ist daher zu klären, ob das zu bewertende Unternehmen von der oben skizzierten Entwicklung betroffen ist und ob es hiervon profitiert oder belastet wird. Eine Situation, in der Wachstumschancen (nur) aufgrund bestehender Materialknappheit nicht wahrgenommen werden können, ist bisher nur selten aufgetreten und hat deswegen bislang keine besondere Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Auch unter Zugrundelegung der Annahme, dass die „Chipkrise“ in absehbarer Zeit bewältigt werden kann, muss der Frage nachgegangen werden, ob die hierdurch bedingten Umsatzausfälle aufgeholt werden können oder langfristig zu einem gesenkten Ausgangsniveau für die „ewige Rente“ führen. Auch die Kostenstruktur kann sich verändern, wenn das Unternehmen gezwungen wird, künftig auf andere – teurere – Zulieferer zurückzugreifen. Alternativ kann auch daran gedacht werden, die Detail-Planungsphase zu verlängern.

Auf den Diskontierungszins dürfte die „Chipkrise“ allerdings keinen unmittelbaren Einfluss haben, da insoweit nicht einzelne Unternehmen, sondern ganze Branchen oder sogar die gesamte Wirtschaft betroffen sind. Sofern allerdings die Krise ein Signal für langfristige Trends und Strukturverschiebungen ist, wäre auch diese Annahme zu prüfen. In diesem Fall wäre zumindest das Branchenrisiko – ausgedrückt durch ein „Branchen-Beta“ – betroffen.

Kapitalkosten aktuell

Basiszinssatz

Der Basiszinssatz stellt die risikolose Komponente im Kapitalisierungszinssatz dar und berechnet sich auf Grundlage von Bundesbankdaten zu Renditeerwartungen börsennotierter Bundeswertpapiere. Wirtschaftliche Entwicklungen und Prognosen, die diese Renditeerwartungen beeinflussen, wirken auch auf den Basiszinssatz.

Die nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf des Basiszinssatzes im Zeitraum vom 01. Januar 2021 bis zum 09. November 2021. Abgebildet sind die Stichtagswerte, welche sich auf Basis von Zinsstrukturkurven einzelner Stichtage ergeben, sowie die 3-Monatsmittel, welche auf Durchschnittswerten von Zinsstrukturkurven der drei Monate vor den jeweiligen Stichtagen basieren. Letztere sind die Grundlage für die nach IDW-Empfehlung zu verwendenden, gerundeten Werte.



Es ist erkennbar, dass von Beginn des Kalenderjahres 2021 ein stetiger und deutlicher Anstieg des Basiszinssatzes zu verzeichnen war. Dieser hielt bis zur Jahresmitte an und erreichte mit einem Wert (3-Monatsmittel) von rd. 0,34 % sein bisheriges Jahreshoch. Ausgehend von dem Tiefpunkt im Januar (rd. -0,18 %) ist dies ein Anstieg von rd. 0,52 Prozentpunkten. Diese Differenz im Niveau des Basiszinssatzes kann – bei sonst unveränderten Zinsparametern – zu deutlichen Unternehmenswertschwankungen führen. Sie machen es erforderlich, dass der Bewerter eine ganzheitliche Betrachtung aller Zinsparameter durchführt und insb. den Zusammenhang von Basiszins und Marktrisikoprämie untersucht und eventuell notwendige Anpassungen durchführt.

Der Anstieg des Basiszinssatzes hat sich indes in der zweiten Jahreshälfte nicht fortgeführt oder verfestigt. Vielmehr sind die Stichtagswerte innerhalb eines Zeitraums von wenigen Monaten wieder deutlich abgefallen. Betrugten sie Mitte Mai in der Spitze noch rd. 0,49 %, belief sich der Stichtagswert Mitte August auf etwa -0,08 %. Den Stichtagswerten zeitlich verzögert folgend, verringert sich auch das 3-Monatsmittel bis Oktober auf rd. 0,09 %, was ausgehend vom Jahreshoch einem Verfall von über 70 % entspricht. Während in unserem letzten Rundschreiben Mitte dieses Jahres noch nicht erkennbar war, ob es sich bei der damaligen Verlangsamung des Zinsanstiegs um einen Sattelpunkt vor einem weiteren Anstieg oder aber um einen Wendepunkt mit anschließendem Zinsrückgang handelte, ist diese Frage nun deutlich beantwortet.

Aktuell scheint ein weiterer Zinsrückgang gestoppt und ein Niveau zw. 0,10 % und 0,20 % scheint sich zu stabilisieren. Da die aktuellen Stichtagswerte indes bereits wieder deutlich rückläufig sind, ist es fraglich, wie stabil dieses Niveau tatsächlich ist. Abhängig von der weiteren Entwicklung ist nicht auszuschließen, dass sich die überwiegend rückläufige Tendenz der zweiten Jahreshälfte fortsetzt. Es bleibt spannend zu beobachten, wie sich der Basiszins künftig entwickeln wird.

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie vergütet dem Investor das durch sein risikobehaftetes Investment übernommene Mehrisiko im Vergleich zu einer risikolosen Kapitalanlage, d.h. Bundeswertpapiere. Sie stellt also die vom Investor geforderte (erwartete) Überrendite dar und drückt aus, wie hoch das Risiko des Investments am „Gesamtmarkt“ ist. Die Marktrisikoprämie ist nicht beobachtbar, sondern eine Differenzgröße der allgemeinen Markttrendite und dem risikolosen Zinssatz. In der Praxis wird die Marktrisikoprämie regelmäßig auf Grundlage von empirischen Studien und auf Grundlage der Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW ermittelt.

Seit Oktober 2019 empfiehlt der FAUB eine Marktrisikoprämie im Intervall von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern. Diese Empfehlung wird laufend überprüft. Aktuell sieht der FAUB keinen Anpassungsbedarf und empfiehlt weiterhin, sich an der genannten Bandbreite zu orientieren.

Betafaktor

Die nachfolgenden Abbildungen zeigen die Betafaktoren zum 31.10.2021 für unterschiedliche Branchen. Die dargestellten Betafaktoren enthalten auch das sich aus der Verschuldung der Unternehmen ergebende Finanzstrukturrisiko. Um die Betafaktoren für die Bewertung eines konkreten Unternehmens zu verwenden, ist eine Anpassung an die spezifische Situation geboten.

Sector	Beta (raw)	Total Beta (raw)	Sector	Beta (raw)	Total Beta (raw)
Automotive Industry	1,04	1,75	Industrials	1,03	1,73
Basic Materials	1,06	1,71	Media	0,78	1,73
Chemicals	0,94	1,55	Service Industry	1,04	1,87
Communication Services	0,70	1,36	Software & IT Service	0,88	1,65
Consumer Goods	0,70	1,53	Technology	0,93	1,86
Energy	1,32	2,53	Trading	1,05	1,98
Engineering & Construction	1,03	1,72	Transport & Logistic	1,03	1,84
Food & Beverages	0,64	1,25	Utilities	0,78	1,35
Healthcare	0,84	1,85			

Insgesamt belaufen sich die Eigenkapitalkosten der aufgeführten Sektoren zum 31.10.2021 auf die nachfolgenden Werte.

Sector	Kapitalkosten		Sector	Kapitalkosten	
	von	bis		von	bis
Automotive Industry	6,4%	8,5%	Industrials	6,3%	8,4%
Basic Materials	6,5%	8,6%	Media	4,0%	6,4%
Chemicals	5,8%	7,7%	Service Industry	6,4%	8,5%
Communication Services	4,3%	5,7%	Software & IT Service	5,4%	7,2%
Consumer Goods	4,3%	5,7%	Technology	5,7%	7,6%
Energy	8,1%	10,7%	Trading	6,4%	8,5%
Engineering & Construction	6,3%	8,4%	Transport & Logistic	6,3%	8,4%
Food & Beverages	4,0%	5,3%	Utilities	4,8%	6,4%
Healthcare	5,2%	6,9%			

Aktuelles aus unserem Hause

Am 18./19. November 2021 hat die 14. Jahreskonferenz der EACVA (European Association of Certified Valuers and Analysts) in München stattgefunden. Mit Herrn RA WP StB Wolf A. Tönnies, Of Counsel in unserem Hause, hatten wir die Gelegenheit, auf der Jahreskonferenz vorzutragen. Thema des Vortrages war „Bewertungsfragen im Schuld-, Erb- und Familienrecht“. Herr Tönnies hatte dabei die Gelegenheit, die oben bereits in unserem zweiten Thema aufgeworfenen Fragen und Lösungsansätze mit einem breiten Fachpublikum zu diskutieren.

Wir werden dieses Thema in einem ausführlichen und **kostenlosen Webinar am 10. Februar 2022** (save the date!) weiter vertiefen. Weitere Informationen und die Möglichkeit zur kostenlosen Anmeldung finden Sie in Kürze auf unserer Website: www.hlb-schumacher.de

Am 2. Februar 2022 darf ein Team von Mitarbeitern unseres Hauses im Rahmen eines Accelerator-Programms für Startups im Bereich der erneuerbaren Energien referieren. Als Teil dieses Teams wird Herr Aydin Celik den teilnehmenden Gründerinnen und Gründern, bzw. denen, die Gründungsinteresse haben, Einblicke in die Besonderheiten der Startup-Bewertung geben. Bei Interesse an diesem spannenden Thema dürfen Sie gerne Herrn Celik direkt kontaktieren (aydin.celik@hlb-schumacher.de).

HLB Schumacher bietet mittelständischen Unternehmen ein ebenso umfassendes wie maßgeschneidertes Beratungsportfolio: Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Rechtsberatung und Unternehmensberatung in einem integrierten Beratungsansatz.

Dabei setzen wir bewusst einen Gegenpol zur Arbeitsweise großer Gesellschaften: Wir beraten und begleiten unsere Mandanten persönlich, unkompliziert und lösungsorientiert. Und wenn es sein muss durchsetzungsstark.

HLB Schumacher GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
An der Apostelkirche 4
48143 Münster

HLB Schumacher Leipzig GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Burgplatz 7
04109 Leipzig

E-Mail: info@hlb-schumacher.de
www.hlb-schumacher.de

Alle Informationen und Angaben in diesem Rundschreiben haben wir nach bestem Wissen zusammengestellt. Sie erfolgen jedoch ohne Gewähr. Die Informationen in diesem Rundschreiben sind als alleinige Handlungsgrundlage nicht geeignet und können eine konkrete Beratung im Einzelfall nicht ersetzen. Wir bitten Sie, sich für eine verbindliche Beratung bei Bedarf direkt mit uns in Verbindung zu setzen. Durch das Abonnement dieses Rundschreibens entsteht kein Mandatsverhältnis.

Redaktionsschluss: 24.11.2021

HLB Schumacher is an independent member of HLB, the global audit, tax and advisory network.