Unternehmensbewertung

Praxis. Rechtsprechung. Kapitalmarkt.

2 2022

THEMA 1:
Auswirkungen des Russland-Ukraine Kriegs

THEMA 2:
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen in der Bewertung

THEMA 3:
Landmaschinenbranche im Blickpunkt

HLB SCHUMACHER

INHALT

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Auswirkungen des Russland-Ukraine Kriegs auf Unternehmensbewertungen 4

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen in der Bewertung 6

BRANCHENANALYSE

Landmaschinen 8

RECHTSPRECHUNG UND LITERATUR

Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung 10

Die Bedeutung von Synergien in der Unternehmensbewertung 12

KAPITALKOSTEN

Kapitalkosten aktuell 14

Aktuelles aus unserem Hause 16

EDITORIAL

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

Master of Science
Aydin Celik
Certified Valuation, Analyst (EACVA e.V.), Senior Manager

Liebe Leserin, lieber Leser,

der aktuell wütende Russland-Ukraine-Krieg ist das Nachrichtenbeherrschende Thema und lässt auch die Welt der Unternehmensbewertung nicht unberührt. Ein derart einschneidendes Ereignis, dessen Einflusssphäre in weite Teile der Welt und in nahezu alle Wirtschaftsbereiche reicht, kann auch im Rahmen von aktuellen Unternehmensbewertungen nicht unbeachtet bleiben. Einen ersten Orientierungsrahmen zur Abgrenzung der Auswirkungen des Krieges auf Unternehmensbewertungen gibt der Hinweis des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW. Welche Kernelemente dieser fachliche Hinweis enthält und welche Folgen dies auf typische Bewertungskalküle hat, wird im ersten Beitrag dieses Rundschreibens dargestellt.

Ein Thema, welches regelmäßiger im Rahmen von Unternehmensbewertungen auftaucht, ist die gesonderte Bewertung von sogenanntem „nicht betriebsnotwendigen Vermögen“. Dieses Thema wird in der Praxis oftmals wenig kritisch betrachtet und entsprechend kurz in Bewertungsgutachten beleuchtet. Dass dieses scheinbar einfache Thema mit einer Vielzahl von maßgeblich wertrelevanten Fragen verbunden ist, zeigt der zweite Beitrag dieses Rundschreibens. Hier stellen wir heraus, welches die wesentlichen Kernelemente bei der Abgrenzung und Wertbemessung eines nicht betriebsnotwendigen Vermögens sind und wie eine falsche steuerliche Behandlung dieses Vermögens zu unsachgerecht geringen Unternehmenswerten führen kann.

Hierüber hinaus erhalten Sie in unserem abschließenden Service-Teil wie gewohnt einen interessanten Einblick in die aktuelle Rechtsprechung und Literatur im Bereich der Unternehmensbewertung. Für die Branchenanalyse haben wir in dieser Ausgabe die aktuellen Entwicklungen in der Landtechnik ausgewählt. Unser Rundschreiben endet mit aktuellen Werten für die Bestimmung von Betafaktoren und Kapitalkostensätzen für ausgewählte Branchen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr Wolf A. Tönnes und Aydin Celik

AYDIN CELIK

Auswirkungen des Russland-Ukraine Kriegs auf Unternehmensbewertungen

Seit nunmehr über 10 Wochen herrscht im Staatsgebiet der Ukraine ein Krieg mit dem russischen Nachbarn. Während die Menschen in der Ukraine von direkten Kampfhandlungen und dem damit verbundenen Leid betroffen sind, sind wir in Deutschland und der übrigen Welt in erster Linie betroffen durch die wirtschaftlichen Konsequenzen, die der Krieg mit sich bringt. Diese Konsequenzen treten gleichermaßen in der Finanzwirtschaft wie der Realwirtschaft auf und können in ihrem Ausmaß durchaus gewichtig sein. Nicht zuletzt aus diesem Grund hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) bereits am 20. März dieses Jahres einen fachlichen Hinweis zu den Auswirkungen des Russland-Ukraine Kriegs auf die Unternehmensbewertung veröffentlicht. Die Struktur der nachfolgenden Ausführungen orientiert sich an der Gliederung des FAUB-Hinweises.

Vorbemerkungen

Der FAUB unterscheidet standardmäßig zwischen Zukunftserfolgswerten von Unternehmen – ermittelt nach fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden – und Aktienkursen von Unternehmensanteilen börsennotierter Gesellschaften. So ist der Börsen-„Wert“ einer Gesellschaft als Summe aus den Aktienkursen aller Unternehmensanteile kein „Wert“, sondern lediglich der „Preis“, den ein Dritter bereit ist, für den Erwerb eines Unternehmens bzw. von Unternehmensanteilen zu bezahlen. Preise entstehen durch Angebot und Nachfrage auf entsprechenden Märkten. Durch diesen Hinweis soll vermutlich verhindert werden, dass die nach Kriegsausbruch beobachteten, teilweise großen Schwankungen von Börsenkursen gleichgesetzt werden mit Änderungen im fundamentalen Wert eines Unternehmens. Anders als bei den (kurzfristigen) Schwankungen auf Börsenmärkten ist der Zukunftserfolgswert vielmehr determiniert durch kurz-, mittel- und langfristige Auswirkungen des Krieges auf die finanzielle Leistungsfähigkeit eines Unternehmens. Diese Auswirkungen gilt es, durch umfassende Analysen zu prognostizieren.

Stichtagsprinzip

Ein weiterer Grundsatz der Unternehmensbewertung, auf den im FAUB-Hinweis eingegangen wird, ist das Stichtagsprinzip. Unternehmenswerte werden stets stichtagsbezogen auf einen bestimmten Zeitpunkt (Bewertungsstichtag) ermittelt. Dieser Zeitpunkt determiniert unter anderem auch den Informationsstand, der bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes zugrunde zu legen ist. So hängt der Unternehmenswert ab von den Erwartungen der Bewertungsparteien hinsichtlich der künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des zu bewertenden Unternehmens als auch möglicher Alternativinvestitionen. Es ist daher der Informationsstand zugrunde zu legen, „der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.“ (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22 f.).

Bezogen auf den Russland-Ukraine-Krieg ist für Bewertungsinteressenten daher zu beurteilen, ab welchem Zeitpunkt die Information über den Kriegsausbruch sowie die hiermit verbundenen Informationen über wirtschaftliche Folgen zu berücksichtigen sind und damit Niederschlag in einer Unternehmensbewertung finden müssen. Der FAUB wählt den Einmarsch der russischen Streitkräfte am 24.02.2022 als entscheidenden Stichtag. Für Bewertungsfälle mit Stichtag ab dem 24.02.2022 sind die Auswirkungen des Krieges einzelfallspezifisch zu beurteilen und zu analysieren, inwieweit sie Einfluss auf das künftige Ertragspotential des zu bewertenden Unternehmens haben, etwa aufgrund des spezifischen Geschäftsmodells oder der räumlichen Aktivitäten. Hingegen scheide aufgrund des Stichtagsprinzips für Bewertungsfälle mit Stichtag bis (einschließlich) 23.02.2022 eine Berücksichtigung jedweder Kriegsauswirkungen aus. In Bewertungsgutachten sei lediglich darauf hinzuweisen, dass keine Auswirkungen des Russland-Ukraine Krieges berücksichtigt wurden.

Die Festlegung des FAUB auf einen allgemeingültigen Stichtag, ab welchem die Kriegsfolgen in die Bewertung einzubeziehen sind, kann durchaus kritisch gesehen werden. Wird etwa die vom Bundesgerichtshof Anfang der 1970er Jahre entwickelte Wurzeltheorie herangezogen, sind alle Faktoren in die Bewertung einzubeziehen, die am Bewertungsstichtag bereits „in der Wurzel angelegt“ waren. Hiernach ist der Informationsstand zu berücksichtigen, den ein „sorgfältig arbeitender Bewerter“ (vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.09.2011, 20 W 4/10) berücksichtigt hätte. Da der tatsächliche Einmarsch russischer Truppen nur der letzte Schritt vor dem Ausbruch der kriegerischen Auseinandersetzung ist, muss die Frage gestellt werden, ob ein „sorgfältig arbeitender Bewerter“ den Ausbruch

← Inhaltsverzeichnis

nicht bereits vor dem 24.02.2022 hätte vorhersehen können. So waren bereits Ende 2021 tausende russische Soldaten an den Grenzen der Ukraine stationiert und ihre Anzahl wurde laufend erhöht. Hierüber hinaus gab es bereits vor dem 24.02.2022 konkrete Warnungen von westlichen Geheimdiensten, die einen Einmarsch voraussahen; gar unter Nennung eines konkreten Datums. Für Bewertungen im Zeitraum vom 01.01.2022 bis zum 23.02.2022 könnte daher argumentiert werden, dass der Kriegsausbruch mit seinen Folgen bereits „in der Wurzel angelegt" war und damit sämtliche wertrelevante – und i.d.R. wertmindernde – Faktoren in Unternehmensbewertungen mit entsprechenden Stichtagen einbezogen werden sollten. Dies kann insbesondere in Wertermittlungen zum Zwecke von Abfindungsbemessungen (z.B. bei Gesellschafterauseinandersetzungen o.ä.) zu Streitpotential führen, sodass eine tiefgehende und kritische Analyse hinsichtlich des Informationsstands, der realistisch zum konkreten Bewertungsstichtag erlangbar gewesen wäre, durchgeführt werden sollte.

Künftige finanzielle Überschüsse – Ausmaß und Dauer der Effekte

Für die Fälle, in denen die Auswirkungen des Russland-Ukraine Kriegs einbezogen werden sollen, ist unternehmensindividuell zu analysieren, wie weitreichend die Auswirkungen auf das Bewertungsobjekt sind. Ein wesentliches Beurteilungskriterium ist, ob das zu bewertende Unternehmen ein direktes Engagement (etwa in Form von Produktionsstätten oder Beteiligungen) in Russland bzw. der Ukraine unterhält. Bei direktem Engagement ist zu analysieren, inwieweit Produktions- bzw. Absatzausfälle oder -einschränkungen erkennbar sind. Als weitere mögliche Folgen werden Wertminderungen von Beteiligungen, Kapitalverkehrskontrollen, eingeschränkte Dividendenausschüttungsmöglichkeiten u.ä. bis hin zu Enteignungen genannt. Besteht kein direktes Engagement in den betroffenen Ländern, können gleichwohl aktive Geschäftsbeziehungen im Bereich der Beschaffung und/oder des Absatzes zu Auswirkungen im Bereich der Kosten- und Umsatzentwicklung führen. Dies ist einzelfallspezifisch zu untersuchen und die Auswirkungen hieraus auf die künftige Ertragsfähigkeit der Gesellschaft zu modellieren.

Bewertungsobjekte, die keine unmittelbare Verbindung zu Russland oder der Ukraine haben, bleiben indes auch nicht unberührt von den Folgen des Krieges. Mittelbare Auswirkungen können sich beispielsweise aufgrund von steigenden Rohstoff- und Energiepreisen sowie korrespondierenden Inflationseffekten, gestörten Lieferketten sowie aufgrund eines veränderten Konsumverhaltens ergeben.

(Noch) keine Stellung nehmen konnte das IDW zu der Frage, inwieweit die zu späteren Zeitpunkten in Kraft getretenen Sanktionspakete bei der Bewertung zu berücksichtigen sind. Da hier ausdrücklich das kriegerische Vorgehen sanktioniert werden sollte, erscheint es angemessen, die Tatsache einer Sanktion mit Kriegsbeginn bereits als „in der Wurzel angelegt" zu sehen. Inwiefern dies auch für Art und Umfang der konkreten Sanktionen gilt, sollte jeweils fallbezogen beurteilt werden. Eine ähnliche Bewertungssituation besteht bei der Berücksichtigung (angekündigter) Gesetzesänderungen, sodass sich hier ein analoges Vorgehen anbietet.

Da in typischen Bewertungsmodellen der Rentenphase ein großes Gewicht zukommt und diese oftmals einen Großteil des ermittelten Unternehmenswertes ausmacht, ist auch der Krieg insbesondere hinsichtlich seiner langfristigen Wirkungen auf die wirtschaftliche Situation nach dem Krieg zu analysieren. In welchen Bereichen sich eine dauerhafte Veränderung der Situation ergeben wird und wie sich diese in der Ermittlung eines Unternehmenswertes auswirkt, ist einzelfallspezifisch zu untersuchen. Sofern Unternehmen mit einem langfristig veränderten Umfeld konfrontiert werden, ist zu untersuchen, inwieweit Pläne und Geschäftsmodelle aus der Zeit vor dem Russland-Ukraine-Krieg als Prognosebasis zugrunde gelegt werden können. Dieser erhöhten Unsicherheit soll laut FAUB-Hinweis mit Szenario-Analysen begegnet werden.

Wie die angesprochenen Szenario-Analysen auszugestalten sind bzw. welche Szenarien üblicherweise in eine Betrachtung einbezogen werden sollten, bleibt offen. Typische Szenario-Betrachtungen mit „best-, base-, worst-case" Szenario erscheinen zu einfach, betrachtet man die Vielfältigkeit der zu berücksichtigenden Risikofaktoren sowie ihren großen Einfluss auf die Ertragsfähigkeit der Unternehmen. Die subjektive Auswahl drei „willkürlicher" Szenarien aus einer Vielzahl möglicher Szenarien, erscheint nicht sachgerecht. Eine Möglichkeit diesem Problem zu begegnen, kann beispielsweise in sog. Monte-Carlo-Simulationen liegen. Dem Bewerter kommt daher insbesondere bei der Beurteilung von Unternehmensplanungen aktuell eine wichtige Rolle zu, bei der er nicht wie sonst üblich ausschließlich plausibilisierend tätig wird, sondern unter Umständen auf

Anpassungen der Unternehmensplanung hinzuwirken hat oder ggf. im Rahmen der Bewertung selbst Anpassungen vornehmen sollte.

Kapitalkosten

Neben den finanziellen Überschüssen sind die Kapitalkosten die zweite Komponente, in der im Rahmen von Unternehmensbewertungen Risiken berücksichtigt werden können. Der FAUB sieht keinen Anlass, von seinen aktuellen Empfehlungen zur Marktrisikoprämie abzuweichen. Sie seien auf langfristige Analysen gestützt, welche nicht durch kurzfristige Ausschläge und mögliche Übertreibungen der Kapitalmärkte anzupassen seien. Die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern soll damit weiterhin im Intervall von 6,0 % bis 8,0 % angesetzt werden. Die erhöhte Unsicherheit aufgrund der direkten und indirekten Kriegsfolgen sowie ihre Auswirkungen auf einzelne Zinsparameter seien weiter zu verfolgen. Pauschale Zuschläge bei der Kapitalkostenermittlung (bzw. bei der Bemessung der Risikoprämie) seien jedoch abzulehnen und die erhöhte Unsicherheit in der Planung der finanziellen Überschüsse abzubilden.

WOLF A. TÖNNES

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen in der Bewertung

In der Theorie der Unternehmensbewertung wird relativ klar zwischen dem betriebsnotwendigen und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen unterschieden. Als betriebsnotwendig gilt dabei das Vermögen, das die Grundlage für die Überschüsse bildet, die ihrerseits wiederum den Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren ausmachen. Nicht betriebsnotwendig sind die Vermögensgegenstände, die ohne Einfluss auf die betrieblichen Überschüsse sind. Diese könnten ohne Einfluss auf den Ertragswert des Unternehmens frei veräußert werden; ihr Vorhandensein erhöht deswegen den durch den Ertragswert bestimmten Unternehmenswert. In der Praxis der Unternehmensbewertung ergeben sich jedoch einige Probleme.

Abgrenzung

Trotz der theoretisch klaren Abgrenzung ist die Bestimmung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens mit einigen Unschärfen behaftet. Die Abgrenzung nach dem Einfluss des Vermögens auf die betrieblichen Überschüsse erweist sich in Grenzfällen als wenig geeignet, da praktisch jedes Vermögen Erträge – und sei es in Form nur geringer Zinserträge – abwirft. Das in der Theorie häufig genannte „unbebaute Reservegrundstück“ ist in der Praxis eher selten vorzufinden – und sei es nur, dass es als Sicherheit für einen Betriebsmittelkredit dient.

Etwas weiter hilft eine funktionale Abgrenzung, die danach fragt, ob eine Veräußerung des betreffenden Vermögensgegenstandes die eigentliche Aufgabe des Unternehmens berührt oder wesentlich verändern würde. Ob dies der Fall ist, kann aber nicht abstrakt, sondern nur konkret nach den Verhältnissen des Unternehmens beurteilt werden. Dann kommen aber die Einschätzung der Unternehmensleitung und die von ihr vorgelegte Unternehmensplanung in den Blick und erschweren die vorher so klare Abgrenzung. Es stellt sich nämlich die Frage, inwieweit im Rahmen einer Unternehmensbewertung von Einschätzungen der Unternehmensleitung abgewichen werden kann. Uns begegnen die gleichen Probleme wie bei der Beurteilung der Unternehmensplanung an sich.

Im Rahmen einer „objektivierten Unternehmensbewertung“ oder wenn der Bewerter in einer Schiedsfunktion auftritt, erfolgt die Abgrenzung nach dem Gesichtspunkt der „bestmöglichen Verwertung“. Das ist unproblematisch bei dem bereits erwähnten unbebauten Grundstück, wird aber bereits etwas schwieriger, wenn es darum geht, nicht betriebsnotwendige Überbestände an Liquidität oder Vorräten zu bestimmen. Hier kommt auch ein zeitlicher Bezug ins Spiel: Im Rahmen der mehrjährigen Unternehmensplanung kann ein Überbestand im Laufe der Zeit aufgebaut werden, was häufig im Bereich des Kassenbestandes erfolgt, der bei der Planung als Residualwert angesetzt wird. In diesem Fall ist die Planung entsprechend anzupassen und eine spätere Veräußerung oder Ausschüttung der nicht betriebsnotwendigen Überbestände vorzusehen.

Nun kann aber die Einschätzung des Bewerters nach ständiger Rechtsprechung nicht an die Stelle der Einschätzung des Unternehmens gesetzt werden. Die Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens über die Einschätzung der Geschäftsleitung hinaus ist daher auf offensichtliche Fälle begrenzt. So wird ein Gutachter z.B. nicht verlangen können, dass die Gesellschaft aus ihrem historisch in der Stadtmitte gelegenen Grundstück auszieht und sich am Stadtrand auf einem günstigeren Grundstück wieder ansiedelt, um das alte Betriebsgrundstück – als dann nicht mehr betriebsnotwendig – verwerten zu können.

← Inhaltsverzeichnis

Auch eine Änderung des Unternehmenskonzeptes (z.B. Abschluss von „sale-and-lease-back"-Geschäften) durch den Bewerter dürfte zu weitgehend sein.

Sonderwerte

Häufig werden unter dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen auch „Sonderwerte" erfasst. Damit werden Sachverhalte umschrieben, die dem Grunde nach innerhalb des Ertragswertes abzubilden wären, aus Vereinfachungsgründen aber gesondert bewertet werden. Häufig geschieht dies deswegen, weil sie nur eine bestimmbare Anzahl von Perioden betreffen und deswegen nicht mehr in die Phase der ewigen Rente eingehen sollen. Typisch hierfür ist die Bewertung von Pensionsverpflichtungen (bei geschlossenen Versorgungswerken) oder die Bewertung von Verlustvorträgen.

Da es sich hierbei lediglich um Vereinfachungen handelt, kann die Bewertung dieser Sachverhalte zu keinem anderen Ergebnis führen, als wären sie innerhalb der Ertragsbewertung selber berücksichtigt worden. Vereinfacht gesprochen handelt es sich lediglich um Abspaltungen aus der Ertragswertermittlung, die nach denselben Grundsätzen und mit den gleichen Parametern (z.B. hinsichtlich des Diskontierungszinses oder der Besteuerung) zu behandeln und zu beurteilen sind. Diese Fälle werden hier deswegen nicht weiter betrachtet.

Bewertung

Die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt zum Veräußerungswert. Sofern es sich nicht um Geldbestände handelt (Nominalwert), ist auch dieser Veräußerungswert gesondert zu ermitteln. Dabei wird aus Vereinfachungsgründen von einer sofortigen Veräußerung zum Bewertungsstichtag ausgegangen.

Das kann aber problematisch sein, wenn die Veräußerung nur über einen längeren Zeitraum erfolgen kann, weil z.B. auch hypothetisch kein sofortiger Erwerber zur Verfügung steht oder durch eine „Aufbereitung" des Vermögensgegenstandes (z.B. Erschließung eines Grundstückes) bzw. längeres Zuwarten ein höherer Preis erzielt werden kann. In diesem Fall ist es sachgerecht, die Veräußerungswerte erst in späteren Perioden anzusetzen und auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Es versteht sich von selbst, dass in diesem Fall die zwischenzeitlich mit dem Vermögen verbundenen Aufwendungen und Erträge berücksichtigt werden müssen. Hinsichtlich der Diskontierung stellt sich – soweit ersichtlich bislang noch nicht erörtert – die Frage nach dem angemessenen Zinssatz, wenn man davon ausgehen kann, dass die Verwertung des Vermögens mit einem geringeren Risiko behaftet ist als der Betrieb des Unternehmens selber.

Da das nicht betriebsnotwendige Vermögen gedanklich aus dem unternehmerischen Vermögen ausgesondert wird, müssen die mit diesem Vermögen verbundenen Aufwendungen und Erträge aus der Unternehmensplanung eliminiert werden, sofern sie dort berücksichtigt worden sind. Hierbei sind auch mittelbare Effekte zu berücksichtigen, wenn z.B. ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen als Sicherheit für ein Betriebsmittelkredit dient, sodass es bei einem Wegfall zu Zinsanpassungen kommen kann, wenn diesbezügliche Covenants verletzt werden.

Steuerliche Behandlung

Für die steuerliche Behandlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist zu unterscheiden:

Die Fiktion der (sofortigen) Veräußerung führt dazu, dass die in dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen enthaltenen stillen Reserven erfasst und besteuert werden müssen. Im Falle einer Kapitalgesellschaft unterliegen sie daher der Gewerbe- und Körperschaftsteuer. In den Unternehmenswert geht daher nur der Nettowert des Vermögens nach betrieblichen Steuern ein.

In einem zweiten Schritt ist zu berücksichtigen, dass die aus der fiktiven Verwertung resultierende Liquidität den Anteilseignern zufließen muss, um Einfluss auf den Unternehmenswert zu haben. Für eine solche Ausschüttung wird in der überwiegenden Zahl der Fälle eine (Sonder-) Dividende unterstellt, bei der KapESt in Abzug zu bringen ist (§§ 20 I Nr. 1, 43 I Nr. 1 EStG), sodass dem Anteilseigner deswegen nur die Nettodividende zufließt.

Es ist allerdings fraglich, ob dies auch dann gilt, wenn für das nicht betriebsnotwendige Vermögen eine sofortige Veräußerung am Bewertungsstichtag unterstellt wird, wie dies häufig der Fall ist. Der maßgebliche Unternehmenswert ist nämlich kein „Nettowert" nach Steuern auf Gesellschafterebene. Zwar wird von den Ausschüttungen, die dem Ertragswert zugrunde liegen, eine KapESt abgezogen, der Kapitalisierungszins wird jedoch um die gleiche Steuer gekürzt. Beide Effekte heben sich auf, sodass – zumindest im einfachen Grundfall – der Unternehmenswert vor Steuern dem Unternehmenswert nach Steuern entspricht.

Hält man sich dies vor Augen, so wird klar, dass ein Abzug von KapESt „im Zähler“ des Bewertungskalküls nur dann in Betracht kommt, wenn die KapESt auch „im Nenner“ Berücksichtigung findet. Genau dies ist aber bei nicht betriebsnotwendigem Vermögen in dem hier genannten Fall nicht gegeben. Dessen Ausschüttung erfolgt zum Bewertungsstichtag, also am Beginn der ersten Planungsperiode, wohingegen der erste zu diskontierende Ausschüttungsbetrag erst am Ende der ersten Planungsperiode entsteht. Anders ausgedrückt: der Wert eines Unternehmens, dessen Vermögen allein aus einem liquiden Guthaben von 100 besteht, ist 100 (vor Abzug von Steuern auf Gesellschafterebene) und nicht 75 (nach Abzug von Steuern auf Gesellschafterebene). Zwar kommt bei der Abwicklung eines solchen Unternehmens nur eine Ausschüttung von 75 bei dem Gesellschafter an; die Differenz von 25 ist aber dessen persönliche Einkommensteuer – rechtlich betrachtet eine Steuervorauszahlung (Quellensteuer/ KapESt) –, die allein auf der Ebene des Gesellschafters anfällt und den Unternehmenswert nicht berührt. Andernfalls käme es zu einer Doppelbesteuerung.

In der Literatur wird dagegen argumentiert, es sei „rechentechnisch“ ohne weiteres möglich, den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens als integralen Bestandteil des Unternehmenswertes zu berücksichtigen. Der aus der Verwertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens resultierende Erlös gehe dann in die laufenden Erträge des ersten Planjahres ein und unterliege qua Ausschüttung im gleichen Umfang der persönlichen Ertragsbesteuerung (so z.B. Popp, Der Konzern 2020, S. 197). Dies ist aber auch folgerichtig, da in diesem Fall der Diskontierungszins um die ertragsteuerliche Belastung gekürzt und damit Äquivalenz in Zähler und Nenner (wieder) hergestellt ist. Da es sich aber auch bei einer „gestreckten Ausschüttung“ weiterhin um nicht betriebsnotwendiges Vermögen handelt, wird hier aber die weitere Frage aufgeworfen, mit welchem Zinssatz diese Ausschüttung zu diskontieren wäre, wenn und soweit sie anderen Risiken als den Ausschüttungen aus dem operativen Unternehmen unterliegt (s.o.).

Ergebnis

Insgesamt zeigt sich, dass die auf den ersten Blick so klare Abgrenzung von betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen bei näherem Hinsehen einige Probleme sowohl hinsichtlich der Abgrenzung des Vermögens als auch seiner Bewertung aufwirft. Da das nicht betriebsnotwendige Vermögen unmittelbar den Unternehmenswert – i.d.R. werterhöhend – beeinflusst, sollte hier mit besonderer Sorgfalt vorgegangen werden.

WOLF A. TÖNNES

Branchenanalyse: Landmaschinen

Die **Landmaschinenindustrie** umfasst die Herstellung und den Vertrieb von land- und forstwirtschaftlichen Maschinen. Sie ist somit ein wesentlicher Bestandteil der deutschen Agrarwirtschaft und zugleich des allgemeinen Maschinenbaus insgesamt Der Anteil dieses Segments am Gesamtumsatz des Maschinenbaus ist in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen und betrug zuletzt 6,2 % (2021). In absoluten Werten betrug der Umsatz im Jahr 2021 rd. 14,5 Mrd. €, was gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung von rd. 2,5 Mrd. € bzw. 21 % bedeutet. Die Branche ist stark exportorientiert. Im Jahre 2021 betrug der Exportanteil 68,3 % nach 66,5 % im Vorjahr. Dabei ist sie relativ übersichtlich; die Anzahl der Betriebe mit 50 oder mehr Beschäftigten schwankt seit Jahren um die Zahl 125.

Wesentlicher Treiber des Geschäftes sind die Agrarpreise. Hier waren in den letzten Jahren deutliche Steigerung zu verzeichnen. So stieg der Weltmarktpreis für Weizen von April 2019 bis April 2021 – also noch vor dem Beginn der jüngsten Krise – von rund 180 €/to auf 220 €/to. Die Erträge aus der Pflanzenproduktion in den Wirtschaftsjahren 2018/2019 bis 2020/2021 stiegen um 6,8 % an. Die Folge war, dass den Landwirten auch nach Abzug der Betriebskosten höhere Gewinne übrig blieben, die für Investitionen genutzt werden konnten.

Langfristig wird die Agrartechnik begünstigt durch die stetig wachsende Weltbevölkerung (einschließlich der sich ändernden Ernährungsgewohnheiten), die eine zunehmend effizientere Bodenbewirtschaftung erfordert. Hinzu kommt der Trend zu steigenden Betriebsgrößen. Beide Faktoren verlangen nach erweitertem Einsatz von Landtechnik. Dies führt nicht nur zu „größeren“ Maschinen, hinzu kommen Forderungen nach schonender Bodenbearbeitung und der Verminderung des Einsatzes von Dünger und Pflanzenschutz („green tech“), die wiederum den Trend zur Digitalisierung der Landtechnik fördern („Smart Farming“, „Precision Farming“). Hinzu kommt, dass die Bandbreite der Mechanisierung weltweit nach wie

← Inhaltsverzeichnis

vor groß ist: über Weizenfelder in den USA und Westeuropa rollt die vollautomatisierte, GPS-gesteuerte Hightech-Maschine, während in weniger entwickelten Regionen noch Technik aus der Frühzeit der Landwirtschaft eingesetzt wird.

Die deutsche Landmaschinentechnik hat eine lange Tradition und war in der Lage, die Anforderungen der Märkte entsprechend in innovative Produkte umzusetzen. Der hohe Aufwand für Forschung und Entwicklung, der mit diesen Tendenzen verbunden ist, wird allerdings zu einer Konzentration in der Branche führen, da nur große Unternehmen in der Lage sind, diesen Aufwand zu tragen und gleichzeitig weltweit mit den Produkten vertreten zu sein. Dabei verfolgen die großen Landtechnikanbieter die Full-Liner-Strategie, deren Ziel es ist, das Produktprogramm weiter auszubauen und dem Kunden alles aus einer Hand zu bieten: vom Traktor über Drescher und Häcksler bis hin zu Maschinen für die Futterernte und Bodenbearbeitung.

Die wichtigsten Abnehmerländer für deutsche Landtechnik befinden sich in der Europäischen Union. Dorthin werden rd. 2/3 der Exporte abgesetzt – vor allem nach Frankreich, Polen und in die Niederlande. Der Landtechnik-Export aus Deutschland in die GUS betrug laut Angaben des VDMA Landtechnik im Jahr 2021 ca. 1,2 Mrd. €. Circa 50 % davon entfallen auf Russland. In die Ukraine wurde Landtechnik im Wert von ca. 300 Mio € geliefert. Eine Reihe deutscher Unternehmen wie z.B. Claas und Amazone produziert auch in Russland selbst. Dies in einer Größenordnung von ca. 500 Mio €. In der Ukraine gibt es praktisch keine Montage deutscher Landtechnik, der Markt war die letzten Jahre aber sehr attraktiv.

Die aktuelle Situation ist geprägt von weiter exorbitant steigenden Preisen für Agrarerzeugnisse. Dies wird sich allerdings nicht in gleichem Maße wie bisher auf die Landmaschinenindustrie auswirken. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass gleichzeitig auch die Preise für Düngemittel, Pflanzenschutz und Energie – teilweise in noch größerem Umfang – gestiegen sind, sodass sich die Preissteigerungen nicht in entsprechenden Gewinnerhöhungen der Betriebe niederschlagen dürften. Wie in der gesamten Maschinenbaubranche sind zum anderen extreme Preissteigerungen und Engpässe auf der Liefer- und Logistikseite zu verzeichnen, die nach Angaben des VDMA bereits im 4. Quartal 2021 zu spürbaren Verminderungen des Umsatzwachstums geführt haben, während gleichzeitig die Auftragseingänge weiter gestiegen sind und mittlerweile Rekordhöhen erreichen. Entsprechend dürften auch die Gewinnmargen der Unternehmen zurückgehen.

Die Märkte in der Ukraine und in Russland werden voraussichtlich auf absehbare Zeit keine Rolle mehr spielen. Im Fall der Ukraine hängt dies mit den kriegsbedingten Beeinträchtigungen der Landwirtschaft zusammen, im Falle Russlands mit den verhängten Sanktionen, die je nach Umfang und Dauer den Landtechnikexport bis auf Null sinken lassen werden.

Effekte der Pandemie haben dagegen bei der Nachfrage nach Landmaschinen keine Rolle gespielt (und werden dies wohl auch künftig nicht tun), da die Landwirtschaft von vielen Regierungen als systemrelevant eingestuft wurde und deswegen von verschiedenen Maßnahmen zur Eindämmung oder Kontrolle der Seuche ausgenommen blieb, die in anderen Wirtschaftszweigen zu massiven Beeinträchtigungen geführt haben. Soweit Umsatzeinbußen zu verzeichnen waren, lag dies eher an internen Effekten bei den Produzenten, wie der „Corona-sicheren“ Umgestaltung der Werke und Büros und Behinderungen im Vertrieb und insbesondere im Service. Hinzu kommen die auch aus anderen Branchen bekannten Beeinträchtigungen aus der Unterbrechung von Lieferketten und der mangelnden Verfügbarkeit von wichtigen Komponenten („Chip-Krise“).

Anders als die von großen Unternehmen geprägte Herstellung von Landmaschinen ist der **Landmaschinenhandel** traditionell von kleinen und mittelständischen Unternehmen geprägt, die auch den notwendigen Service vor Ort sicherstellen. Der Umsatz dieser Unternehmen steht auf den drei Säulen Verkauf von Neu- und Gebrauchtmaschinen, Ersatzteilgeschäft und Werkstatt. Die Branche besteht aus rund 6.000 Fachbetrieben, von denen allerdings etliche mit einem Hersteller verbunden sind und nur dessen Produkte verkaufen. Das Geschäft ist jeweils regional geprägt und dient der Versorgung der umliegenden Landwirtschaftsbetriebe.

Im Jahre 2021 meldeten die Betriebe eine Steigerung beim Maschinenumsatz von 4,0 %, beim Ersatzteilgeschäft von 3,2 % und in der Werkstatt von 6,7 % gegenüber dem Vorjahr. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Jahr 2020 im Maschinengeschäft wegen der vorübergehenden Senkung der Umsatzsteuer und den sich daraus ergebenden Vorzieh-Effekten schon besonders günstig war. Es kam hinzu, dass auch hier

gegen Ende des Jahres 2021 bereits Liefer-Engpässe zu verzeichnen waren, die dazu geführt haben, dass Auslieferungen und Fakturierungen in das Folgejahr 2022 verschoben werden mussten. Unabhängig davon wurden die Umsatzzuwächse von den Kostensteigerungen komplett überkompensiert, sodass sich die Ergebnissituation nicht entsprechend verbessern konnte.

Mit einer ähnlichen Situation wird für das Jahr 2022 gerechnet. Die Branche geht davon aus, dass sowohl der Kostendruck wie auch die Lieferschwierigkeiten auf der Einkaufsseite über das Jahr erhalten bleiben. Gleichwohl erwartet die Mehrheit der Betriebe ein gegenüber dem Jahre 2021 gleich bleibendes Ergebnis. Allerdings erwarten nur 11 % der Unternehmen eine Ergebnisverbesserung.

Fazit

Sowohl die Herstellung von, als auch der Handel mit Landmaschinen werden von langfristigen Faktoren wie dem wachsenden Bedarf an Nahrungsmitteln für eine wachsende Weltbevölkerung und erhöhten Anforderungen an eine umweltgerechte Landwirtschaft und damit einhergehend an „smarte“ Maschinen begünstigt. Die deutsche Landtechnikindustrie hat hier in vielen Bereichen eine Technologieführerschaft, die sie in die Lage versetzt, die hieraus resultierenden Anforderungen zu erfüllen. Dies hat sich in der Vergangenheit in einem stetig wachsenden Anteil der Landmaschinen an der gesamten Maschinenproduktion gezeigt und macht die Branche insgesamt weniger konjunkturanfällig als andere Bereiche des Maschinenbaus.

In kurzer Sicht spielen allerdings auch hier die infolge der Unterbrechung von Lieferketten eingetretenen Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Material und der Logistik eine Rolle und verhindern, dass vorhandene Umsatzpotenziale ausgeschöpft werden. Infolgedessen steigen die Auftragseingänge. Belastend kommt hinzu der Wegfall der Märkte in der Ukraine und Russland; besonders der russische Markt hat in der Vergangenheit für die Branche eine je nach Unternehmen mehr oder weniger wichtige Rolle gespielt. Diesen Belastungen ist bei einer Bewertung von Landtechnik-Unternehmen Rechnung zu tragen.

Der Handel mit Landtechnik ist in viele kleine Unternehmen zersplittert, die jeweils die regionale Versorgung sicherstellen. Exportmärkte spielen hier keine Rolle. Die Konzentration auf den deutschen Markt führt dazu, dass die Umsatzerwartungen für diese Unternehmen in größerem Maße von den Ergebniserwartungen und der Investitionsbereitschaft der regionalen Landwirtschaft abhängen. Die steigenden Anforderungen an moderne Landtechnik dürften aber auch hier für einen stetigen Umsatzzuwachs sorgen. Hinzu kommen die Umsätze mit Gebrauchtmaschinen, Ersatzteilen und Werkstatt, die insbesondere dann eine steigende Tendenz haben werden, wenn neue Maschinen infolge der Störungen der Lieferketten nicht im gewünschten Umfang zur Verfügung stehen. Allerdings muss auch die Ersatzteilversorgung entsprechend abgesichert sein, was bei einer Bewertung zu einer neuen Sicht auf vorhandene Lagerbestände führt.

RECHTSPRECHUNG

Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung

Zugrundelegung von Börsenkursen auch bei der Ermittlung von Ausgleichzahlungen nach § 304 AktG; Ermittlung des Verrentungszinssatzes anhand der „Bond-Spread- Methode“; OLG München 14.12.2021 (31 Wx 190/20)

Die Zahl der Entscheidungen, die der Berechnung von aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen (§ 305 AktG) ausschließlich Wertermittlungen nach den Börsenkursen zugrunde legen, nimmt zu. Der hier vorliegende Beschluss ist der zweite veröffentlichte, der Börsenkurse auch für die Berechnung von Ausgleichsansprüchen (§ 304 AktG) heranzieht. In dem Verfahren hatte das betroffene Unternehmen den außenstehenden Aktionären eine Ausgleichszahlung angeboten, die es aus dem Börsenkurs abgeleitet hatte (dieser war auch Grundlage der angebotenen Abfindung und lag über dem gutachterlich ermittelten Ertragswert); die Antragsteller hatten jedoch einen höheren, in ihrer Erwartung über dem Börsenkurs liegenden Ertragswert und damit auch eine höhere Ausgleichszahlung geltend gemacht.

Nach § 304 Abs. 2 AktG ist als Ausgleichszahlung der Betrag zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Hieraus wurde bislang allgemein abgeleitet, dass für die Berechnung der Ausgleichszahlung in jedem Fall eine Ermittlung des Ertragswertes erfolgen müsse. Dies hatte dann oftmals zur Folge, dass zwei Verfahren zum Einsatz kamen und die Abfindung nach

← Inhaltsverzeichnis

(höheren) Börsenkursen, die Ausgleichszahlung aber nach dem (niedrigeren) Ertragswert ermittelt wurde. Das OLG weist in seinem Beschluss darauf hin, dass dies nicht nur vom Gesetzgeber nicht beabsichtigt gewesen sein könnte, sondern auch der Prozessökonomie widerspräche und die Akzeptanz der gefundenen (ggf. voneinander abweichenden) Ergebnisse massiv infrage stelle.

Der gesetzliche Wortlaut des § 304 AktG („bisherige Ertragslage", „durchschnittlicher Gewinnanteil") verlange nicht die Anwendung eines Ertragswertverfahrens, weil der Ertragswert – unter den in dem Urteil im einzelnen bejahten Voraussetzungen – dem Börsenwert entsprochen habe. Der Börsenkurs habe hier die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend widergespiegelt. Durch die Verrentung dieses Wertes erhalte der Aktionär deswegen genau das, was das Unternehmen ohne die Strukturmaßnahme voraussichtlich hätte erwirtschaften und als Gewinnanteil verteilen können.

Zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes sei zu berücksichtigen, dass die Ausgleichszahlung einem anderen Risiko unterliege als der durch sie ersetzte Dividendenanspruch. Die Ausgleichszahlung sei regelmäßig nicht völlig risikolos, andererseits aber auch nicht so risikoreich wie die Dividende. Es sei daher angemessen, einen Zinssatz zu wählen, der oberhalb des (risikofreien) Basiszinses, aber unterhalb des Kapitalisierungszinses für die Berechnung der Abfindung liege. Dabei sei auf das Risiko des herrschenden Unternehmens abzustellen, das letztlich – über die Verpflichtung zur Verlustübernahme (§ 302 AktG) – für die Zahlung des Ausgleiches einzustehen haben. Dieses Risiko könne aus dem sog. „Bond-Spread" abgeleitet werden, der die Differenz zwischen einem risikolosen Zins und dem Zins abbildet, die das herrschende Unternehmen für seine Anleihen am Markt zu zahlen habe. Das bisher gebräuchliche Verfahren einer Halbierung des Risikozuschlages für die Ermittlung der Ausgleichszahlung sei demgegenüber eine starke Vereinfachung, die den konkreten Risikoaspekten nicht ausreichend Rechnung trage.

Der Entscheidung ist im Grundsatz zuzustimmen. Wenn sich der Wert des Unternehmens im Rahmen eines Ertragswertverfahrens für die Ermittlung des Abfindungsanspruches nach den zukünftigen Erträgen ermittelt, so ist nicht einsehbar, warum nicht diese zukünftigen Erträge auch für die Ermittlung des Ausgleichsanspruchs zugrunde gelegt werden sollen. Der Stamm des Vermögens (Abfindungsanspruch) entspricht dem kapitalisierten Fruchtziehungsrecht (Ausgleichsanspruch).

Damit ist allerdings noch nichts darüber gesagt, ob ein Börsenwert den Ertragswert eines Unternehmens zutreffend abbildet, sodass auf die Ermittlung eines Ertragswertes aus diesem Grund verzichtet werden kann. Das Gericht hat dies für den zu entscheidenden Fall mit umfangreicher Begründung bejaht und damit den „Wert" des Unternehmens mit dem (kumulierten) „Preis" seiner Anteile gleichgesetzt. Dies ist jedoch weiterhin nicht unumstritten. Es bedarf deswegen weiterer Aufarbeitung der Frage, wann Börsenkurse zur Ermittlung des Unternehmenswertes herangezogen werden können (so auch Peemöller in der Besprechung des Beschlusses, BB 2022, S. 689).

Die Ermittlung des Ausfallrisikos anhand des „Bonds Spread" setzt voraus, dass entsprechende (langlaufende) Anleihen des beherrschenden Unternehmens am Markt gehandelt werden. Wird stattdessen auf die Zinssätze für eine bankmäßige Fremdkapital-Finanzierung abgestellt, so ist zu berücksichtigen, dass der „Credit Spread" auch die Kosten und Gewinne der finanzierenden Banken abdecken muss und damit zwangsläufig höher als der hier allein interessierende Zuschlag für das Ausfallrisiko ist. Dies dürfte die Ermittlung des Verrentungszinssatzes aus „Spreads" häufig einschränken.

Im vorliegenden Fall haben die Antragsteller zwar keinen Erfolg erzielt, weil die Antragsgegnerin die Ausgleichsansprüche bereits nach dem (höheren) Börsenwert berechnet hatte und das Gericht einen noch darüber liegenden Unternehmenswert nicht feststellen konnte. In den – derzeit noch weitaus überwiegenden – Fällen, in denen der Ausgleich nach einem unter dem Börsenwert liegenden Ertragswert bemessen wurde, dürften entsprechende Verfahren auf der Grundlage dieser Entscheidung zu Erfolgen für die Antragsteller führen.

Auf der gleichen Linie hatte zuvor bereits das OLG Frankfurt argumentiert (Beschluss vom 26.04.2021; 21 W 139/19). Beide Entscheidungen sind noch nicht rechtskräftig, da die Gerichte die Rechtsbeschwerde an den BGH zugelassen haben.

Geltung der „Wurzeltheorie" in der Unternehmensbewertung; OLG München 07.01.2022 (31 Wx 399/18)

Nach dem Stichtagsprinzip sind nur die am Bewertungsstichtag bestehenden Verhältnisse für die

Anteilsbewertung maßgeblich. Die ständige Rspr. verlangt dazu, dass die Ursachen einer nach dem Bewertungsstichtag eingetretene Entwicklung bereits vor dem Stichtag „in der Wurzel“ angelegt waren und die Entwicklung zu diesem Zeitpunkt bereits mit genügend hoher Wahrscheinlichkeit vorauszusehen war.

Vor diesem Hintergrund hatte das Gericht einen Fall zu beurteilen, in dem die Antragsgegnerin zwei Tage nach dem Hauptversammlungsbeschluss über den Ausschluss von Minderheitsaktionären („squeeze out“) Verträge abgeschlossen hatte, die – offenbar unstreitig – Einfluss auf die Planungsrechnungen und die zukünftigen Erträge der Gesellschaft hatten. Das Gericht hat nach einer umfangreichen Beweisaufnahme – im Ergebnis nicht überraschend – entschieden, dass diese Verträge bei der Bewertung des Unternehmens zu berücksichtigen gewesen wären, da sie bereits am Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegt gewesen seien. Auf das spätere Datum der Unterzeichnung dieser Verträge komme es nicht an.

Das Gericht prüft in diesem Fall, ob nach der Gestaltung der Verträge von einer „Entwurzelung“ auszugehen sei. Eine solche Fallgestaltung könne vorliegen, wenn die Verträge unter der aufschiebenden Bedingung eines „erfolgreichen“ squeeze out geschlossen worden seien. Eine solche Bedingung führe dazu, dass die spätere Entwicklung nicht bereits am Stichtag so in der Wurzel angelegt sei, um im Fall eines folgerichtigen Verlaufs zu der später realisierten, in ihrem Kern allerdings bereits vorbereiteten Werterhöhung zu führen. Vielmehr setze die Werterhöhung den Ausschluss der Minderheitsaktionäre voraus und sei somit gerade nicht als ein werterhöhender Faktor des Unternehmens zum Zeitpunkt unmittelbar vor der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme zu berücksichtigen (so schon OLG Frankfurt 26.08.2009 5 W 35/09).

Dieser Entscheidung ist rechtlich folgerichtig vor dem Hintergrund, dass an eine „Entwurzelung“ eher strenge Anforderungen zu stellen sind. Sie bietet allerdings in der Vertragspraxis Gestaltungsspielraum je nachdem, ob solche Verträge in die Bewertung einfließen sollen oder nicht. Das Unternehmen wird es in der Regel in der Hand haben, ob es eine – „automatisch“ wirkende – aufschiebenden Bedingung vereinbart oder sich mit gleichem wirtschaftlichen Ergebnis ein Rücktrittsrecht vorbehält, das dann tatsächlich ausgeübt wird.

BLICK IN DIE LITERATUR

Die Bedeutung von Synergien in der Unternehmensbewertung

Synergien sind Verbundvorteile, die sich aus dem Zusammengehen zweier Unternehmen ergeben und die jedes Unternehmen für sich allein nicht erreichen könnte. Dabei werden als „echte“ Synergien solche bezeichnet, die sich nur aus dem speziellen Bewertungsanlass ergeben und nur mit dem ins Auge gefassten Partner realisiert werden können; „unechte“ Synergien sind solche, die auch gemeinsam mit beliebigen Dritten erreicht werden können.

Auch wenn eine Berücksichtigung von Synergien in der Unternehmensbewertung grundsätzlich dem Grundsatz einer „stand alone“– Bewertung widerspricht, so ist mittlerweile jedoch anerkannt, dass zumindest unechte Synergien zu berücksichtigen sind, da ihre Realisierung für das zu bewertende Unternehmen jederzeit möglich wäre und deswegen „in der Wurzel angelegt“ ist. Die Berücksichtigung „echter“ Synergien ist dagegen umstritten, wenngleich in letzter Zeit Tendenzen zu beobachten sind, auch diese bei der Bewertung zu berücksichtigen (zum Meinungsstand vgl. Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl. 2020, Tz. 295 ff). Für den Fall einer Bewertung aus der Sicht eines potenziellen Erwerbers (subjektive Unternehmensbewertung) ist diese Unterscheidung ohnehin obsolet; der Erwerber wird die aus dem beabsichtigten konkreten Erwerb resultierenden Verbundvorteile in jedem Falle in sein Kalkül einbeziehen.

Klingebiel/Klingebiel untersuchen, wie Synergien im Rahmen eines Akquisitionsprozesses ermittelt und innerhalb der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden können (IRZ 2022, S. 69 ff).

- Kostensynergien ergeben sich aus dem Abbau von Redundanzen (z.B. überlappende Produktionsprogramme, doppelt vorhandene zentrale Abteilungen) sowie aus Effizienzsteigerungen (Fixkostendegression, Skalen- und Lerneffekte). Diese Synergien können im Rahmen der Unternehmensplanungen verhältnismäßig leicht identifiziert und quantifiziert werden.

- Umsatzsynergien können sich ergeben aus höheren Preisen für die angebotenen Leistungen (reduzierter Wettbewerb), höheren Absatzmengen oder „cross-selling"-Potentialen. Diese Synergien sind im Verhältnis zu Kostensynergien weniger quantifizierbar und beruhen in größerem Maße auf subjektiven Erwartungen.

Für jede Synergie sollte der zu erreichende Wertvorteil, aber auch der Zeitbedarf für die Realisierung und die Erfolgswahrscheinlichkeit abgeschätzt werden. Dies ist zum einen erforderlich, um zu ermitteln, in welchem Umfang die Synergie in den zu ermittelnden Unternehmenswert eingehen kann, zum anderen aber auch, um später die tatsächliche Umsetzung zu überwachen und zu kontrollieren. Für Synergien, die voraussichtlich erst über einen längeren Zeitraum realisiert werden können, muss ein geeigneter Diskontierungszins ermittelt werden.

Die Verfasser werten verschiedene Studien zu diesen Fragen aus und kommen zu dem Ergebnis, dass die Realisierung von Kostensynergien im Verhältnis häufiger gelingt als die von Umsatzsynergien. In 23 % der Fälle sollen die geplanten Umsatzsynergien tatsächlich nicht erreicht worden sein. Dagegen werden Kostensynergien mit verhältnismäßig hoher Erfolgswahrscheinlichkeit realisiert; hier liegt der Schwerpunkt eher auf der Ermittlung des Zeit- und ggf. Kostenbedarfes bis zur vollständigen Umsetzung.

Ein weiteres Ergebnis der Untersuchung ist, dass Kostensynergien i.d.R. systematisch ermittelt und quantifiziert werden, während die Identifizierung von Umsatzsynergien weitgehend von Zufälligkeiten geprägt ist. Ferner wird herausgearbeitet, dass selbst bei Unternehmen, die regelmäßig mit Akquisitionen beschäftigt sind, nur bei rund einem Viertel der Unternehmen die Synergien umfänglich gemessen werden. Ein weiteres Viertel der Unternehmen ermittelt die Synergien nur teilweise (zum Beispiel bei größeren Akquisitionen). Es dürfte daraus der Schluss zulässig sein, dass Unternehmen, die nur gelegentlich Akquisitionen vornehmen, Synergien zwar als Treiber der Akquisition ansehen, diese aber nur selten konkret ermitteln.

Die Verfasser bezeichnen Synergieerfolge als prägend für eine erfolgreiche Unternehmensakquisition. Nach ihren Untersuchungen werden innerhalb der ersten 100 Tagen regelmäßig mehr als 50 % der Synergieerwartungen umgesetzt, wobei der verfügbare Zeitraum für die Realisierung umso kürzer ist, je dynamischer das Umfeld des betrachteten Unternehmens ist. In der Regel sollten die Synergiepotenziale spätestens nach 18 – 24 Monaten realisiert werden, da später die angestrebten Effekte durch externe Einflüsse häufiger erschwert werden.

Der Aufsatz liefert keine „Gebrauchsanweisung" für die Ermittlung und Bewertung von Synergien und kann dies auch nicht, da jeder Akquisitionsfall eigenen Gesetzmäßigkeiten folgt. Er bietet jedoch wertvolle Denkanstöße und vermittelt eindrücklich, wie wichtig die sorgfältige Identifizierung und Bewertung von Synergieeffekten im Rahmen einer Akquisition oder Unternehmensbewertung ist. Dies gilt nicht nur für „Großtransaktionen", sondern im Grunde genommen für jeden Fall, wobei natürlich der Aufwand entsprechend skaliert werden muss. Da in der überwiegenden Anzahl der Fälle aller Größenordnungen die Transaktion von erwarteten Synergien getrieben wird, dürfte eine Vernachlässigung der Bewertung und darauf aufbauend der Kontrolle der späteren Umsetzung von Synergien schnell zu einem Misserfolg der gesamten Transaktion führen.

KAPITALKOSTEN

Kapitalkosten aktuell

Basiszinssatz

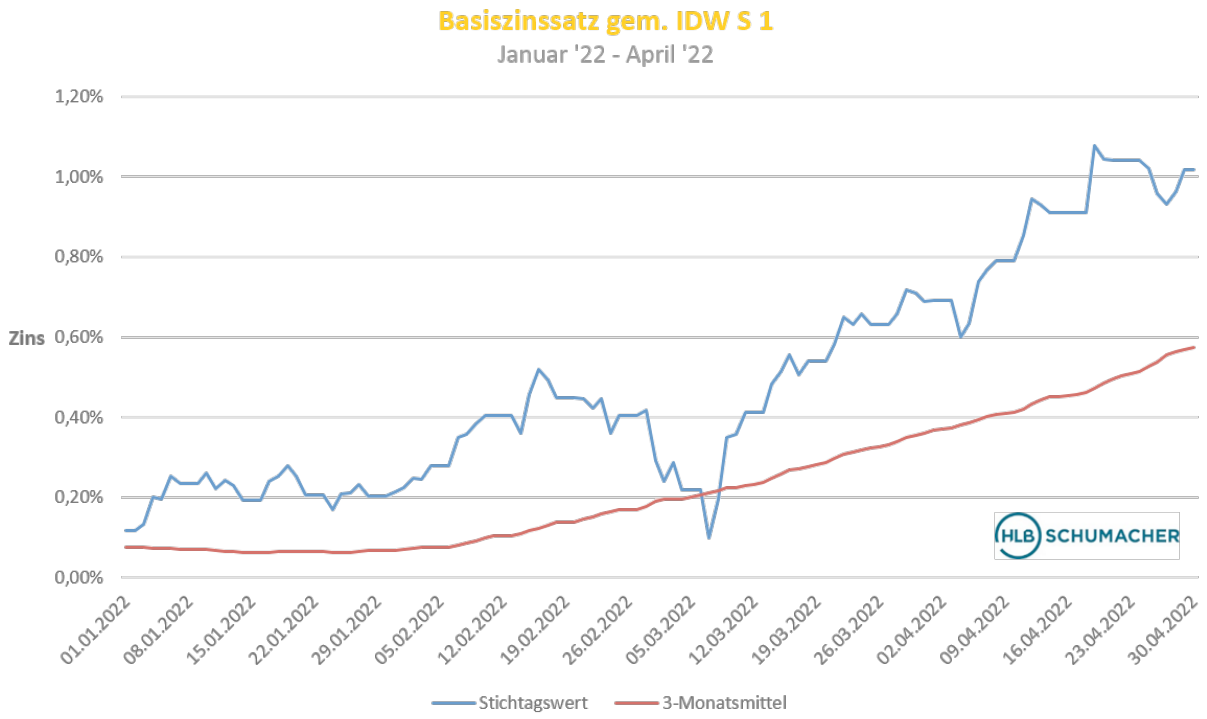
Der Basiszinssatz stellt die risikolose Komponente im Kapitalisierungszinssatz dar und berechnet sich auf Grundlage von Bundesbankdaten zu Renditeerwartungen börsennotierter Bundeswertpapiere. Wirtschaftliche Entwicklungen und Prognosen, die diese Renditeerwartungen beeinflussen, wirken auch auf den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

Die Grafik unten zeigt den Verlauf des Basiszinssatzes im aktuellen Kalenderjahr. Abgebildet sind die Stichtagswerte, welche sich auf Basis von Zinsstrukturkurven einzelner Stichtage ergeben sowie die 3-Monatsmittel, welche auf Durchschnitten von Zinsstrukturkurven der drei Monate vor den jeweiligen Stichtagen basieren. Letztere sind die Grundlage für die nach IDW-Empfehlung zu verwendenden, gerundeten Werte.

Seit März letzten Jahres bewegt sich das 3-Monatsmittel des Basiszinssatzes im Intervall von 0,00 % bis rd. 0,34 %. Dieses Intervall ist seit Ende März dieses Jahres durchbrochen. Es ist eine deutlich steigende Tendenz erkennbar. Das 3-Monatsmittel beläuft sich Ende April 2022 auf 0,575 %. Ein derart hoher Wert wurde letztmals Mitte 2019 beobachtet. Bezogen auf den Anfangswert in diesem Jahr, welcher sich auf 0,076 % belief, entspricht dies einer Steigerung um mehr als 650 %. Der ungemittelte, d.h. auf Basis einer einzelnen, stichtagsbezogenen Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins steht gar schon über 1,0 % und damit auf einem Niveau, welches letztmals Ende 2018 beobachtet werden konnte.

Aktuell wird der Basiszinssatz durch zahlreiche Einflüsse getrieben. Sowohl gesellschaftspolitische Risiken (Russland-Ukraine-Krieg), als auch geldpolitische Risiken (Zinserhöhungen Zentralbanken) als auch die damit zusammenhängenden hohen Inflationsraten sorgen für steigende Nachfrage nach sicheren Bundeswertpapieren und damit steigenden Basiszinssätzen.

Wie es weitergeht, ist schwer zu sagen. Aktuell scheinen Marktteilnehmer aber noch zahlreiche Zinsschritte sowohl der EZB als auch der FED zu erwarten. Zusammen mit dem in der Grafik unten deutlich erkennbaren steigenden Trend, ist aber davon auszugehen, dass bald auch das 3-Monatsmittel des Basiszinssatzes die Marke von 1,0 % überschreiten wird. Ab diesem Zeitpunkt sollten Bewerter die Empfehlung des FAUB für die Vorgehensweise bei der Rundung des Basiszinssatzes beachten, wonach Zinssätze über 1,0 % auf ¼-Prozentpunkte gerundet werden sollen (statt auf 1/10-Prozentpunkte bei Zinssätzen unter 1,0 %).



	Basiszins		
Datum	Stichtagswert	3-Monats-Mittel (ungerundet)	IDW-Empfehlung
31.12.2021	0,118%	0,076%	0,10%
31.01.2022	0,214%	0,068%	0,10%
28.02.2022	0,417%	0,176%	0,20%
31.03.2022	0,689%	0,360%	0,40%
30.04.2022	1,017%	0,575%	0,60%

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie vergütet dem Investor das durch sein risikobehaftetes Investment übernommene Mehrrisiko 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 Marktrendite und dem risikolosen Zinssatz. Für die Praxis gibt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie. 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.

Innerhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite hat der Unternehmensbewerter einen für den Bewertungsanlass und zum Bewertungsstichtag angemessenen Punktwert zu wählen.

Betafaktor

Die nachfolgenden Tabellen zeigen die Betafaktoren zum 30.04.2022 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	Total Beta
Automotive Industry	1,10	1,93
Basic Materials	0,98	2,10
Chemicals	0,82	1,61
Communication Services	0,56	1,38
Consumer Goods	0,91	1,78
Energy	1,13	2,97
Engineering & Construction	1,07	1,84
Food & Beverages	0,60	1,45
Healthcare	0,74	2,03
Industrials	1,06	2,01
Media	0,76	1,77
Service Industry	1,01	1,96
Software & IT Service	0,72	1,98
Technology	0,87	2,29
Trading	0,99	2,38
Transport & Logistic	1,00	2,27
Utilities	0,64	1,51

Insgesamt belaufen sich die Eigenkapitalkosten der aufgeführten Sektoren zum 30.04.2022 auf die nachfolgenden Werte.

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

Veranstaltungshinweise:

15.06.2022
UNTERNEHMERFRÜHSTÜCK:
Unternehmensbewertung für KMU – Richtige Preise am Markt erzielen

Nachdem wir Pandemie-bedingt längere Zeit auf Präsenzveranstaltungen verzichtet haben, findet am 15. Juni 2022 in unserem Hause erstmals wieder eine Veranstaltung zur Unternehmensbewertung statt. Wir richten den Fokus auf die Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) und geben Einblicke in die Vorbereitung und Verfahrensweise von Unternehmensbewertungen. Zusätzlich geben wir praktische Hinweise zu wertrelevanten Einflussfaktoren, die Sie für eine angemessene Bewertung Ihres Unternehmens im Auge behalten sollten.

Weitere Informationen und die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf unserer Internetseite: https://www.hlb-schumacher.de/aktuelles/veranstaltungen/

22.06.2022
34. Münsterisches Tagesgespräch:
Unternehmensbewertung heute und morgen – Aktuelle Herausforderungen und Perspektiven

Am 22. Juni 2022 findet in Münster die 34. Veranstaltung des jährlich stattfindenden Tagesgesprächs des Münsteraner Gesprächskreises Rechnungslegung und Prüfung e.V. statt. Die diesjährige Veranstaltung widmet sich dem Thema der Unternehmensbewertung und beleuchtet durch eine Vielzahl spannender Vorträge unterschiedlichste Facetten dieses spannenden Bereichs. Auch HLB Schumacher ist durch Herrn Tönnes, Of Councel in unserem Hause, unter den Referenten vertreten. Herr Tönnes gibt mit seinem Vortrag „Die Bewertung von Start-Up-Unternehmen“ einen Einblick in die Herausforderungen, mit denen Startups bzw. Bewerter solch junger Gesellschaften oftmals konfrontiert sind.

Weitere Informationen zur Veranstaltung, den weiteren namhaften Referenten sowie zur Möglichkeit der Anmeldung finden Sie auf: https://www.wiwi.uni-muenster.de/mgk/34-muensterisches-tagesgespraech

ÜBER UNS

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.

KONTAKT

HLB Schumacher GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
An der Apostelkirche 4
48143 Münster
+49 251 28080

HLB Schumacher Leipzig GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Burgplatz 7
04109 Leipzig
+49 341 21490

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: 15.05.2022

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