

Ing. Mag. Peter Hager: Liquidationswert¹

Vorwort.....	1
1. Begriff und Bedeutung	2
1.1. Begriff und betriebswirtschaftliche Einordnung	2
1.2. Bedeutung.....	2
1.3. Liquidationswert als Wertuntergrenze	3
1.3.1. Betriebswirtschaftliche Sicht	4
1.3.2. Rechtsprechung	5
1.3.3. Alternative Wertuntergrenze – Börsenkurs	5
1.4. Tatsächliche und fiktive Liquidation	5
2. Ermittlung des Liquidationswertes	5
2.1. Prinzipien	6
2.2. Liquidationskonzept.....	7
2.3. Zerschlagungsgeschwindigkeit.....	7
2.4. Zerschlagungsintensität.....	8
2.5. Überslagsmäßige Ermittlung	9
3. Liquidationsplanung	10
4. Komponenten.....	10
4.1. Erlös	10
4.2. Schulden	11
4.3. Kosten.....	11
4.4. Steuer	11
5. Diskontierung.....	12
6. Liquidationswert.....	13
Literatur.....	13
Fachgutachten	13
Empfehlungen / Hinweise.....	13
Judikatur.....	13
Bücher	14
Artikel.....	14
Unterlagen	14
Vorträge	14
 Abbildung 1: Verhältnis Rechtsprechung, Wirtschaftsprüfer und Betriebswirtschaft	 4
Abbildung 2: Liquidationswert in Abhängigkeit vom Verwertungskonzept	9
Abbildung 3: Diskontierungszins	12
 Beispiel 1: Stille Reserven eines Grundstückes	 5
 Formel 1 Überslagsmäßige Ermittlung Unternehmenswert	 9

Vorwort

Trotz seiner großen Bedeutung wird der Liquidationswert bei der Unternehmensbewertung häufig außer Acht gelassen. Insbesondere bei Unternehmen mit geringen Überschüssen sollte ein (zumindest überslagsmäßig ermittelter) Liquidationswert als Vergleichswert berechnet werden.

Die konkrete Ermittlung wurde in der Literatur lange Zeit nicht behandelt. Die in letzter Zeit erschienenen Aufsätze sind noch etwas widersprüchlich, geben aber einen guten Anhalt über die Vorgehensweise.

¹ Das Dokument ist zur Verwendung als PDF gedacht. Nicht alle hinterlegten Internetlinks sind vollständig im Text abgedruckt.

Diese Unterlage gibt einen Überblick über dieses komplizierte Kapitel der Unternehmensbewertung. Dabei ist zu beachten, dass der Liquidationswert nicht immer exakt ermittelt werden muss.² Oft genügt ein Vergleich mit dem Buchwert des Eigenkapitals bzw. eine überschlagsmäßige Ermittlung.³ In der Regel liegt der Fortführungs- über dem Liquidationswert. Die Neuauflage berücksichtigt die Änderungen durch die aktuelle Empfehlung *KFS/BW1 E8*.

1. Begriff und Bedeutung

1.1. Begriff und betriebswirtschaftliche Einordnung

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW 1 Rz. 98, 133 f, 137 f; IDW S1 Rz. 87, 149 f, 140 f; KFS/BW1 E8, Rz. 2 ff;

Bücher:

Mandl / Rabel (1997), S. 48; WP-Handbuch II (2014), Tz. A 193 ff;

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018); Kasperzak / Bastini (2015); Ruiz de Vargas / Zöllner (2015);

Unterlage:

Methodenübersicht;

Liquidationswert

ergibt sich als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Veräußerung der Vermögenswerte und der Bedeckung der Schulden unter Berücksichtigung der Liquidationskosten und der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen.⁴

Der Liquidationswert wird auch als Zerschlagungswert oder Break-up-Value bezeichnet.⁵

Während bei der Ertragswertermittlung die Fortführungsprämisse zu beachten ist, wird die Liquidationswertermittlung von der **Abwicklungsprämisse** bestimmt.⁶

Der Liquidationswert zählt zu den Einzelwertverfahren.⁷ Er orientiert sich am Veräußerungspreis der Objekte.⁸

Vom Liquidationswert ist der Substanzwert (zu Reproduktionswerten)⁹ klar abzugrenzen. Dieser orientiert sich am Wiederbeschaffungspreis. Er stellt auf die Reproduktion des Unternehmens zum Zweck der Fortführung ab und kann eine Abwicklung des Unternehmens nicht abbilden.¹⁰

1.2. Bedeutung

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW 1 Rz. 98, 133 f, 137 f; IDW S1 Rz. 87, 140 f, 149 f; KFS/BW1 E8, Rz. 5 ff;

Bücher:

Mandl / Rabel (1997), S. 48; WP-Handbuch II (2014), Tz. A 193 ff;

² Vgl. Kapitel 1.3.1. und 2.5.

³ Vgl. Kapitel 2.5.

⁴ *KFS/BW 1* Rz. 133.

⁵ Vgl. *Fleischer / Hüttemann (2015)*, S. 229.

⁶ Vgl. *Bertl u.a. (2018)*, S. 94.

⁷ Vgl. *Kasperzak / Bastini (2015)*, S. 286.

⁸ Vgl. *Moxter (1990)*, S. 41.

⁹ Eine sprachliche Verwirrung entsteht, da viele Autoren den Substanzwert zu Reproduktionswerten nur als Substanzwert ansprechen.

¹⁰ Vgl. *Ruiz de Vargas / Zöllner (2015)*, S. 106 und die dort angeführte Literatur.

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018); Kasperzak / Bastini (2015); Ruiz de Vargas / Zöllner (2015);

Unterlage:

Methodenübersicht;

- a) Der Liquidationswert stellt bei Diskontierungsverfahren (Discounted-Cash-Flow- bzw. Ertragswertverfahren) die **Wertuntergrenze** dar (vgl. folgendes Kapitel).¹¹
- b) Generell sind **ertragsschwache Unternehmen**¹² mit dem höheren Liquidationswert zu bewerten.¹³
- c) **Sanierungsbedürftige Unternehmen**, deren Sanierungskonzept nicht schlüssig ist, sollten mit dem Liquidationswert bewertet werden.¹⁴
- d) **Personenbezogene Unternehmen**, bei denen die Fortführung ohne bisherigen Inhaber nicht möglich ist, sind bei dessen Ausscheiden mit dem Liquidationswert zu bewerten.¹⁵
- e) Bei **begrenzter Dauer des Unternehmens** ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert der finanziellen Überschüsse bis zur Beendigung des Unternehmens zuzüglich des diskontierten Liquidationswertes des Unternehmens.¹⁶
- f) Das **nicht betriebsnotwendige Vermögen** wird idR mit dem Liquidationswert bewertet, da der Ertragswert zumeist geringer ist.

1.3. Liquidationswert als Wertuntergrenze

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW 1 Rz. 132, IDW S1 Rz. 5, 140; KFS/BW1 E8, Rz. 6;

Bücher:

Fleischer / Hüttemann (2015); WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195;

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018);

Es bestehen folgende Alternativen:¹⁷

- Ansatz des Liquidationswerts als allgemeingültige Wertuntergrenze
- Ansatz des Liquidationswerts nach einer differenzierten Betrachtung

Die einzelnen Betrachtungsebenen stellt die folgende Abbildung dar. Sie stehen zwar zT im Widerspruch, beeinflussen sich aber.

¹¹ Vgl. KFS/BW I Rz. 132.

¹² Ertragsschwach sind Unternehmen, die nicht einmal die Kapitalkosten erwirtschaften. (Vgl. BStBK (2014) Rz. 52).

¹³ Vgl. KFS/BW I Rz. 138, dies ergibt sich aber auch schon aus Rz. 132.

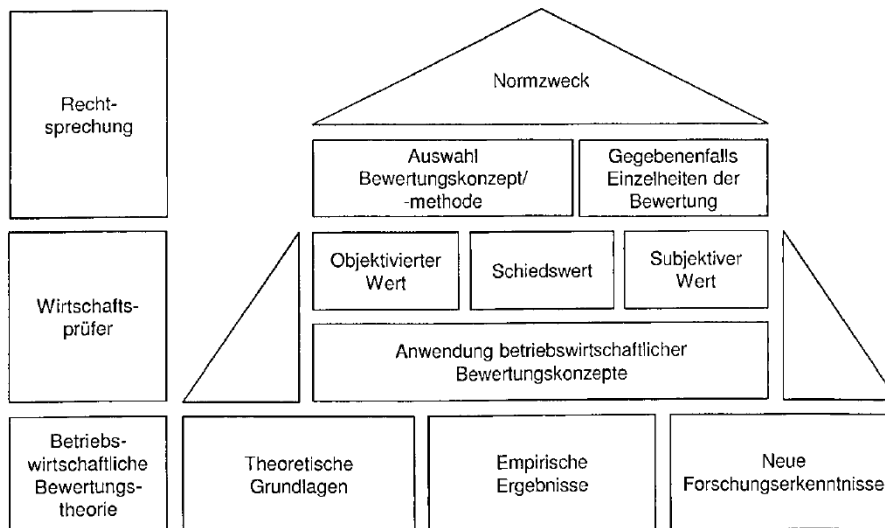
¹⁴ Vgl. Witte (2014).

¹⁵ Vgl. Fleischer / Hüttemann (2015), S. 234.

¹⁶ Vgl. KFS/BW I Rz. 98.

¹⁷ Vgl. Ruiz de Vargas u.a. (2014), S. 95 f.

Abbildung 1: Verhältnis Rechtsprechung, Wirtschaftsprüfer und Betriebswirtschaft¹⁸



1.3.1. Betriebswirtschaftliche Sicht

Sofern keine rechtlichen oder faktischen Zwänge zur Fortführung bestehen, ist beim **objektivierten Unternehmenswert** der Liquidationswert einhellig als Wertuntergrenze der Diskontierungsverfahren anzusehen. Bestehen jedoch rechtliche oder tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung, ist abweichend davon auf den Fortführungswert abzustellen.¹⁹ Diese Überlegung beruht auf einem rational handelnden Unternehmer, der seinen Gewinn maximieren möchte.²⁰ Daher würde er das Unternehmen liquidieren, wenn er dadurch besser aussteigt als bei Fortführung.

Ein **rechtlicher oder tatsächlicher Zwang** liegt z.B. infolge testamentarischer Auflagen, öffentlich-rechtlicher Bindungen, öffentlichen Drucks vor.²¹

Eine **tatsächliche Liquidationsabsicht** ist betriebswirtschaftlich dabei nicht erforderlich.²²

Sofern die Liquidationsabsicht besteht, ist der Liquidationswert als Wertmaßstab heranzuziehen²³, ein Vergleich mit einem höheren Fortführungswert ist mE unzulässig.

Sind hingegen **subjektive Entscheidungswerte** zu bestimmen, können nicht-finanzielle Erwägungen prinzipiell den Ansatz eines niedrigeren Fortführungswerts rechtfertigen²⁴ (zB KMU betreibt aus sozialen Motiven die Fortführung eines ertragsschwachen Unternehmens).

Ein Liquidationswert ist nicht zu ermitteln:²⁵

- wenn der Fortführungswert den Liquidationswert voraussichtlich übersteigt;
- wenn das Unternehmen aus rechtlichen Gründen fortgeführt werden muss und sich diesem Zwang einseitig nicht entziehen kann;
- wenn tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung vorliegen sowie
- bei einem Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag.

¹⁸ Aus Kasperzak / Bastini (2015), S. 287.

¹⁹ Vgl. KFS/BW I Rz. 132.

²⁰ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 95.

²¹ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195.

²² Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 95.

²³ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195.

²⁴ Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 285 f.

²⁵ Vgl. KFS/BW I E8 Rz. 8.

Übersteigt der Fortführungswert den Buchwert des Eigenkapitals und gibt es keine Hinweise auf stille Reserven, die die stillen Lasten im Liquidationsfall übersteigen, muss kein exakter Liquidationswert ermittelt werden.²⁶

1.3.2. Rechtsprechung

Die Jud des BGH geht von der Berücksichtigung des Liquidationswertes als Mindestwert aus, sofern nicht eine rechtliche oder tatsächliche Fortführungspflicht besteht.²⁷

Die Judikatur der deutschen Oberlandesgerichte ist uneinheitlich.²⁸ Nach Fleischer ist in der Rechtslehre eine Tendenz zu erkennen, statt auf die Möglichkeit einer Liquidation auf konkrete Liquidationsabsichten abzustellen.²⁹

Nach *Fleischer / Hüttemann (2015)*, S. 248 sprechen die besseren Argumente für die Heranziehung des Liquidationswertes als Untergrenze der Unternehmensbewertung.

1.3.3. Alternative Wertuntergrenze – Börsenkurs

Bei speziellen Bewertungsanlässen wie Abfindungen und Ausgleichszahlungen im Rahmen von Squeeze-Outs ist nach BGH 12.3.2001, II ZB 15/00 auf den Börsenkurs abzustellen.

Die Fachgutachten stehen dem distanziert gegenüber. Eine Anwendung außerhalb des gesteckten Rahmens ist nicht anerkannt.³⁰

1.4. Tatsächliche und fiktive Liquidation

Bei Ermittlung des Liquidationswertes wird nur in den wenigsten Fällen ein Liquidationsbeschluss vorliegen. Auch die fiktive (stille) Liquidation hat sich an die rechtlichen Gegebenheiten der Auflösung zu orientieren. Vereinfachungen sind als solche zu kennzeichnen, damit sie erkennbar sind.

Beispiel 1: Stille Reserven eines Grundstückes

Für die Frage des positiven Verkehrswertes wird eine Unternehmensbewertung vorgenommen. Der Gutachter führt aus, dass durch die Stillen Reserven im Betriebsgrundstück das negative Eigenkapital gedeckt sei:

unternehmensrechtliches Eigenkapital	-1.900
stille Reserven Grundstück	2.000
Verkehrswert laut Gutachten.....	100

Dabei wird übersehen, dass bei Veräußerung eines Betriebsgrundstückes des notwendigen Betriebsvermögens Opportunitätskosten entstehen, die hier nicht ausgewiesen sind. Bei einer Liquidation sind die stillen Lasten (zB Abfertigung), die Kosten (zB Makler 3%), Steuern und die Diskontierung zu beachten sind.

2. Ermittlung des Liquidationswertes

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW 1 Rz. 133; IDW S1 Rz. 141; KFS/BW1 E8, Rz. 12 ff 16;

Bücher:

WP-Handbuch II (2014), Tz. A 196 ff;

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018); Kasperzak / Bastini (2015); Ruiz de Vargas / Zöllner (2015);

²⁶ Vgl. *KFS/BW1 E8* Rz. 6.

²⁷ Vgl. *Fleischer / Hüttemann (2015)*, S. 236 ff.

²⁸ Vgl. *Bertl u.a. (2018)*, S. 95 f.

²⁹ Vgl. *Bertl u.a. (2018)*, S. 96 und die dort angeführte Lit.

³⁰ Vgl. *Bertl u.a. (2018)*, S. 96.

2.1. Prinzipien

Der Liquidationswert ist kein realer, sondern ein fiktiver Wert, das Ergebnis einer hypothetischen Überlegung.³¹ Wie beim Fortführungs- sind auch beim Liquidationswert Typisierungen vorzunehmen.³² Sie stellen die Überprüfbarkeit eines objektivierten Unternehmenswerts³³ sicher.³⁴

Die Ermittlung des Liquidationswertes erfolgt zahlungsstromorientiert unter der **Prämisse der Abwicklung des Unternehmens** im Sinne einer hypothetischen Liquidation.³⁵

In der Praxis der Unternehmensbewertung ist es gängig, den Liquidationswert florierender Unternehmen - wenn überhaupt - auf Basis einer überschlägigen Berechnung³⁶ festzustellen.³⁷

Das Unternehmen wird nicht als Ganzes (Unternehmenseinheit) bewertet, sondern in (kleinere) Verwertungseinheiten eingeteilt, was die Zerschlagungsintensität bestimmt.³⁸

Während der Fortführungswert dem Wertkonzept eines Gebrauchswerts (**Value in Use**) folgt, repräsentiert der Liquidationswert den Wert, der durch die Verwertung des Vermögens nach Begleichung der Schulden zu erwarten ist und damit einen Tauschwert für die einzelnen Vermögenswerte (**Value in Exchange**). Eine Verwertung als Ganzes steht dem nicht entgegen.³⁹

Beim objektivierten Unternehmenswert entsprechen die **Grundsätze der Liquidationsplanung**⁴⁰ denselben Anforderungen wie beim Ertragswert:⁴¹

- die zugrunde gelegten Annahmen und Parameter müssen intersubjektiv nachprüfbar (**Objektivierungsgrundsatz**) und
- frei von Willkür sein (**Grundsatz der Willkürfreiheit**).
- Die Liquidationsplanung muss „**realistische Zukunftserwartungen**“ abbilden.
- Alle liquidationsbedingten Ein- und Auszahlungen sind auf der Grundlage mittlerer Erwartungen zu ermitteln (**Erwartungswertprinzip**).

Die Liquidationsplanung findet ihren Niederschlag im Liquidationskonzept.⁴²

Sofern eine Liquidationsabsicht besteht, grenzt der konkrete Liquidationsplan die möglichen Szenarien ein. Besteht keine Liquidationsabsicht, sind für die Planung nur die Möglichkeiten des Bewertungsobjektes (und des –subjektes) zu beachten.⁴³

Gibt es keinen konkreten Plan, empfiehlt sich eine Vorgehensweise analog zur fehlenden/fehlerhaften Unternehmensplanung: Mit der Sorgfalt eines „ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers“⁴⁴ wird auf konkretisierbare Maßnahmen abgestellt.

Damit die Planansätze dem Erwartungswertprinzip entsprechen, ist darauf zu achten, dass die Planung weder „optimistische“ noch „ambitionierte“ oder „pessimistische“ Annahmen enthält, sondern ausschließlich auf Annahmen beruht, denen mittlere Erwartungen zugrunde gelegt wurden.⁴⁵

³¹ Vgl. Fleischer / Hüttemann (2015), S. 229.

³² Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195.

³³ Zum Unterschied objektivierter / subjektiver Unternehmenswert vgl. Unterlage *Obj-Sbj*.

³⁴ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 104.

³⁵ Vgl. KFS/BWI E8, Rz. 16.

³⁶ Vgl. Kap. 2.5.

³⁷ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 104.

³⁸ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 105.

³⁹ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 105.

⁴⁰ Vgl. Kap. 3.

⁴¹ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 106.

⁴² Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 106.

⁴³ Vgl. dazu Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 107.

⁴⁴ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 107.

⁴⁵ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 107.

Dabei ist besonderes Augenmerk auf die Nachvollziehbarkeit zu legen.⁴⁶

Allfällige rechtliche Vorgaben (zB §§ 203 ff AktG) sind zu beachten.

2.2. Liquidationskonzept

Liquidationskonzept:

umfasst die unternehmerischen Entscheidungen zur Abwicklung einer Bewertungseinheit in Bezug auf die Zerschlagungsgeschwindigkeit und die Zerschlagungsintensität, sowie die dabei zu erwartenden Marktbedingungen und die Liquidationsplanung.⁴⁷

Das Liquidationskonzept ist möglichst vom Management aufzustellen und die Plausibilität vom Gutachter zu beurteilen.⁴⁸ Hinsichtlich der Aufstellung durch den Gutachter gelten die gleichen Voraussetzungen wie für die Unternehmensplanung.⁴⁹

Das **Prinzip der bestmöglichen Verwertung** (optimales Liquidationskonzept) wird beim objektivierten Unternehmenswert durch die Beachtung konkreter, eingeleiteter Maßnahmen eingegrenzt.⁵⁰

Innerhalb dieses Rahmens ist für die Maximierung des Liquidationserlöses daher sowohl die Bestimmung der optimalen Zerschlagungsgeschwindigkeit als auch der –intensität erforderlich.⁵¹

Bei der Erstellung des Liquidationskonzepts sind die am Bewertungsstichtag herrschenden Markt- und Wettbewerbsbedingungen und deren erwartete Entwicklung zu berücksichtigen. Dabei ist der Kreis der potentiellen Erwerber der Vermögenswerte zu beachten.⁵²

Bei einem kurzen Liquidationszeitraum oder einer geringen Komplexität der Unternehmensstruktur kann die **vereinfachte Erstellung** auf Basis von Liquidationswerten unter Berücksichtigung von Kosten und Steuerwirkungen ausreichen.⁵³

2.3. Zerschlagungsgeschwindigkeit

Zerschlagungsgeschwindigkeit:

ist jener Zeitraum, innerhalb dessen die Abwicklung des zu bewertenden Unternehmens abgeschlossen sein muss.⁵⁴

Hauptsächlich kann zwischen einer **planmäßigen** und einer **sofortigen Liquidation**⁵⁵ unterschieden werden.⁵⁶ Zwischen den Eckpunkten gibt es eine Vielzahl von möglichen Verwertungsszenarien.⁵⁷

⁴⁶ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 107.

⁴⁷ KFS/BW I E8, Rz. 12.

⁴⁸ Vgl. KFS/BW I E8, Rz. 18 u. 24.

⁴⁹ Vgl. Details KFS/BW I E8, Rz. 35 f. Zur Unternehmensplanung Hager (2014), S. 1123 und KFS/BW I Rz. 74 ff.

⁵⁰ Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 107 sehen einen generellen Widerspruch, Bertl u.a. (2018), S. 98 fordern eine Berücksichtigung innerhalb der betrieblichen Möglichkeiten.

⁵¹ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 94 und die dort angeführte Literatur.

⁵² Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 109 f.

⁵³ Vgl. KFS/BW I E8, Rz. 27.

⁵⁴ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 97.

⁵⁵ Die Begriffe wurden durch das WP-Handbuch II (2014), Tz. A 196 geprägt. Sie sind in der Literatur nicht unumstritten. Insbesondere ihre Abgrenzung (so zB Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 112). Es gibt keine einheitliche Auffassung über die möglichen Szenarien. Witte (2014) führt Abschmelzen (Abverkauf ganzer Funktionseinheiten), Ausproduktion (bestehende Aufträge werden abgearbeitet, dann wird liquidiert), Bilanzansatz (sofortige Betriebsstilllegung und geordneter Abverkauf) und Notverkauf an.

⁵⁶ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 97.

⁵⁷ Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 292.

Kasperzak / Bastini (2015), S. 292 empfehlen bezüglich der Zerschlagungsgeschwindigkeit sich an dem Rahmen zur Ermittlung des Fair Value in IFRS 13, Rz. 9 ff zu orientieren.

Es ist demnach unter Beachtung der Nutzenmaximierung zu prüfen, ob die Verwendung physisch möglich, rechtlich zulässig^{58 59} und finanziell durchführbar ist. Eine Zerschlagung unter Zeitdruck wird von IFRS 13 nicht gedeckt.

Die Zerschlagungsgeschwindigkeit darf sich nicht nur nach der bestmöglichen Verwertung richten, sondern ist durch die, dem zu bewertenden Unternehmen zur Verfügung stehenden, Möglichkeiten begrenzt.⁶⁰

Eine unter Zeitdruck durchgeführte Veräußerung kann zu ungünstigen Konditionen führen.⁶¹

Bei kurzen Zerschlagungszeiträumen ist neben den niedrigeren Verwertungserlösen auch noch mit Zusatzkosten infolge Vertragslaufzeitverkürzung zu rechnen (Ablösezahlungen, Vertragsstrafen).⁶²

Gegen eine lange Liquidationsdauer spricht:⁶³

- Die zu erwartende Personalfuktuation.
- Die zeitliche Begrenzung von Patentrechten.
- Imageschäden und damit Wertminderung bei Markenrechten.

Gegen eine kurze Liquidationsdauer spricht:⁶⁴

- Die Erwartung besserer Verkaufspreise;

Liquidationen erstrecken sich i.d.R. **über Jahre hinweg**.⁶⁵

2.4. Zerschlagungsintensität

Zerschlagungsintensität:

bezeichnet den Grad, in dem Vermögenswerte einzeln oder in Verwertungsbündeln (Filialen, ganze Geschäftsbereiche) veräußert werden.⁶⁶

Je höher der Aggregationsgrad gestaltet werden kann, desto größer fällt tendenziell der Liquidationserlös aus.⁶⁷ Die Verselbständigung und der Verkauf ganzer Filialen erbringt zB einen höheren Erlös als die Versilberung des Inventars.

Neben einer vollständigen Einzelverwertung kann auch die Bildung von wirtschaftlichen Einheiten aus Teilen des Unternehmens, z.B. ganze Geschäftsbereiche oder organisatorische Einheiten, zur Erhöhung der Verwertungserlöse in Betracht gezogen werden.

Die Höhe der zu erwartenden Verwertungserlöse hängt davon ab, welchen alternativen Nutzungen die Verwertungseinheit außerhalb des Unternehmens bei potenziellen Käufern zugeführt werden kann. Je enger das Nutzungsspektrum einer Verwertungseinheit ist, desto illiquider ist die Verwertungseinheit, was sich negativ auf die Höhe des zu erwartenden Verwertungserlöses und die zu erwartende Dauer bis zu dessen Realisierung auswirken wird.

⁵⁸ Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 292.

⁵⁹ Achtung: Fair Value und Liquidationswert sind nicht deckungsgleich. So dürfen Transaktionskosten, die dem Verkauf direkt zurechenbar sind, nicht in Abzug gebracht werden. Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 292

⁶⁰ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 98.

⁶¹ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 96.

⁶² Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 98.

⁶³ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 113.

⁶⁴ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 113.

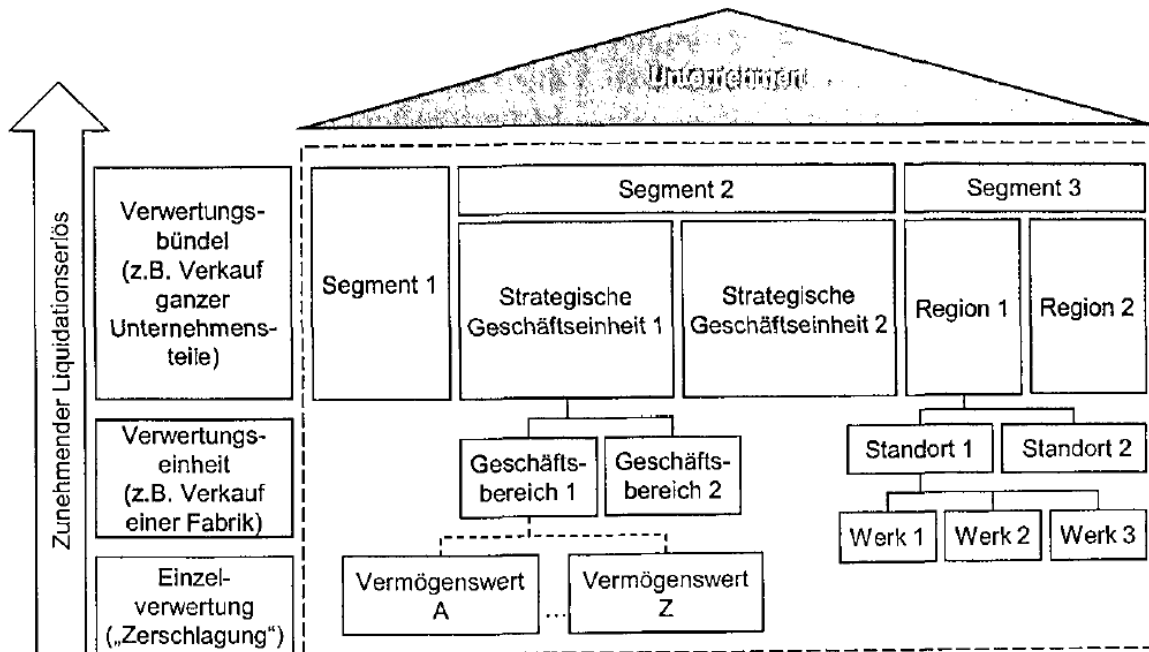
⁶⁵ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 113.

⁶⁶ Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 291.

⁶⁷ Vgl. Kasperzak / Bastini (2015), S. 291.

Eine Teilliquidation einzelner Geschäftsbereiche unter gleichzeitiger Fortführung der restlichen Geschäftsaktivitäten setzt jedoch im Rahmen objektivierter Unternehmenswertermittlungen voraus, dass tatsächlich entsprechende Liquidationsabsichten auch bestehen.⁶⁸

Abbildung 2: Liquidationswert in Abhängigkeit vom Verwertungskonzept⁶⁹



2.5. Überslagsmäßige Ermittlung

In Österreich muss kein Liquidationswert ermittelt werden, wenn der Fortführungswert den Buchwert des Eigenkapitals übersteigt und keine Hinweise auf ein Übersteigen der stillen Reserven gegenüber den stillen Lasten besteht.⁷⁰ Ansonsten ist keine Vereinfachung vorgesehen.

In Deutschland reicht idR eine überschlägige Ermittlung des Liquidationswerts aus, wenn dieser offensichtlich deutlich unter dem Fortführungswert liegt.⁷¹ (Siehe auch Kap. 1.3.1.) Ein Vergleich mit dem Buchwert des Eigenkapitals ist nicht vorgesehen.

Die **überschlagsmäßige Wertermittlung** wird sich an der vollständigen orientieren. Vereinfachend kann zB angenommen werden, dass eine Diskontierung nicht erforderlich ist. Die angenommenen Vereinfachungen sind im Gutachten anzuführen. Bei den stillen Reserven wird man sich auf Grundstücke und nicht aktivierte Wirtschaftsgüter (insbes. Patente, Marken, Kundenstock) beschränken können. Bei den stillen Lasten sind insbesondere Sozialpläne, Abfertigungen etc zu beachten. Aber auch auf die Rückzahlung von Subventionen, sollte man achten.

Formel 1 Überschlagsmäßige Ermittlung Unternehmenswert

$$\begin{aligned}
 &\text{Buchwerte AV/UV} \\
 + &\text{Zuschläge stille Reserven (VKW)} \\
 = &\textbf{Wert Aktiva}
 \end{aligned}$$

⁶⁸ WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195 unter Verweis auf LG Frankfurt a.M. v. 21.03.2006 – 3–5 O 153/04, AG 2007, S. 42–48.

⁶⁹ Aus Kasperzak / Bastini (2015), S. 293.

⁷⁰ Vgl. Kap. 1.3.1. und KFS/BW1 E8 Rz. 6.

⁷¹ Vgl. WP-Handbuch II (2014), Tz. A 195.

	Verbindlichkeiten
+	allfällige Zuschläge für vorzeitige Tilgung
	Rückstellungen
+	Erhöhung wegen sofortiger Tilgung
=	Wert Abzüge
	Wert Aktiva
-	Wert Abzüge
=	geschätzter Nettoerlös
-	allfällige Kosten
-	Steuer
=	Liquidationsüberschuss

3. Liquidationsplanung⁷²

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW1 E8, Rz. 25 ff;

Artikel in Zeitschriften:

Ruiz de Vargas / Zöllner (2015),

Liquidationen sind idR mehrjährig. Sofern der Liquidationswert nicht nur überschlagsmäßig ermittelt wird, sind für jedes Jahr entsprechend dem Grundsatz der integrierten Planungsrechnung ineinander verzahnte Plan-Bilanzen, Plan-GuV sowie Finanzpläne zu erstellen.⁷³

Die Abwicklung beginnt frühestens mit dem Auflösungsbeschluss der Hauptversammlung. Bei einer noch nicht beschlossenen Liquidation wird anzunehmen sein, dass erst ab dem Bewertungsstichtag die entsprechenden Maßnahmen eingeleitet werden.

Folgende drei **Phasen** lassen sich bei der Liquidation von betriebsnotwendigem Vermögen vorfinden:⁷⁴

- **Produktions- bzw. Leistungsauslaufphase**
Dabei werden laufende Aufträge abgearbeitet, bzw. Vorräte abgebaut. Sie dient der Reduzierung indirekter Liquidationskosten, zB vorzeitige Vertragsauflösung.
- **Verwertungsphase**
In dieser Phase wird das Vermögen veräußert. und die noch verbleibenden Verbindlichkeiten beglichen.
- **Verteilungsphase**
Erst nachdem die Verwertungsphase insgesamt abgeschlossen worden ist, kann es bei Kapitalgesellschaften zur Verteilung des Abwicklungsüberschusses an die Gesellschafter kommen.

4. Komponenten

Literatur

Bücher:

WP-Handbuch II (2014), Tz. A 193 ff

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018), Ruiz de Vargas / Zöllner (2015)

4.1. Erlös

Es sind alle Vermögenswerte und Schulden zu berücksichtigen. Bilanzierungsverbote sind unbeachtlich. Somit sind selbstgeschaffene immaterielle Vermögenswerte wie z.B. Marken- und Patentrechte, Rezepte oder auch wertvolle Kundenlisten zu berücksichtigen.⁷⁵

⁷² Die Planungsprinzipien sind in Kap. 2.1. dargestellt.

⁷³ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 116.

⁷⁴ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 116 f und KFS/BW1 E8, Rz. 27 ff.

Ein Hilfsmittel für die Ableitung stellt die Bilanz dar.⁷⁶ Darin sind die Werte mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten bzw. dem niedrigeren Teilwert ausgewiesen. Beide sind Beschaffungsorientiert, letztere unter Berücksichtigung von Synergien. Der Liquidationswert ist verkäuferseitig (ohne Nebenkosten) und idR ohne Synergien zu ermitteln.

Ein bilanzierter Firmenwert (Goodwill) stellt keinen verwertungsfähigen Vermögensgegenstand dar.⁷⁷ Dabei ist aber zu beachten, dass die in der IAS/IFRS-Bilanzierung getrennt ausgewiesenen immateriellen Wirtschaftsgüter in der Unternehmensbilanz mit im Firmenwert erfasst sind.

4.2. Schulden

Auf der Passivseite sind zu berücksichtigen:⁷⁸

- die bilanzierten Schulden (Verbindlichkeiten und Rückstellungen, passive latente Steuern und passive Rechnungsabgrenzungsposten),
- die in der Bilanz nicht angesetzte Eventualverbindlichkeiten, sonstige finanzielle Verpflichtungen und andere rechtliche oder faktische Verpflichtungen. Ihnen kann sich das Unternehmen im Rahmen der bevorstehenden Liquidation nicht einseitig entziehen.

4.3. Kosten

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW1 E8, Rz. 15;

Es ist zwischen direkten und indirekten Liquidationskosten zu unterscheiden.

Direkte Liquidationskosten:

sind jene Kosten,⁷⁹ die bei einer Fortführung des zu liquidierenden Unternehmens nicht anfallen würden.

Darunter fallen insbesondere Kosten in Zusammenhang mit Arbeitsverträgen, Sozialpläne, Rekultivierungen, Entsorgungskosten und Abbruchkosten im Rahmen einer Liquidation und Honorare von Sachverständigen.⁸⁰

Indirekte Liquidationskosten:

sind jene Kosten, die durch die Publizität der geplanten Liquidation und die dadurch ausgelöste Anpassung ihres Verhaltens an die neuen Gegebenheiten entstehen.⁸¹

Darunter fallen insbesondere höhere Beschaffungskosten und entgangene Umsätze aufgrund von Verhaltensänderungen von Lieferanten und Kunden.^{82 83}

4.4. Steuer

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW 1 Rz. 83 ff; KFS/BW1 E8, Rz. 33;

⁷⁵ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 110.

⁷⁶ Vgl. Bertl u.a. (2018), S. 97.

⁷⁷ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 110. Ergibt sich mE auch aus der vorliegenden Ertragsschwäche des Bewertungsobjektes.

⁷⁸ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 110.

⁷⁹ Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 115.

⁸⁰ Vgl. KFS/BW1 E8, Rz. 15.

⁸¹ Vgl. KFS/BW1 E8, Rz. 15 und Vgl. Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 115.

⁸² Vgl. KFS/BW1 E8, Rz. 15.

⁸³ Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 109 empfehlen eine Vernachlässigung der indirekten Kosten bei einer (fiktiven) stillen Liquidation. Dies steht jedoch idR im Widerspruch zu den rechtlichen Vorgaben.

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018); Walther (2010);

Prinzipiell ist für den Unternehmenswert der Zufluss an den Eigentümer maßgeblich, es sind daher neben den Unternehmenssteuern auch die persönlichen Ertragsteuern zu berücksichtigen (Rz. 83 KFS/BW 1). Bei der Wertermittlung von Kapitalgesellschaften⁸⁴ kann vereinfachend auf die Berücksichtigung von persönlichen Steuern verzichtet werden.⁸⁵

Diese Vereinfachung ist laut Rz. 84 KFS/BW 1 für nicht betriebsnotwendiges Vermögen und mE auch für Liquidationswerte nicht anzuwenden. **Dies heißt, dass der Liquidationsgewinn nach Unternehmenssteuer (25% KSt) und persönlicher Ertragsteuer (25% KESt) zu ermitteln ist.**^{86 87}

5. Diskontierung

Literatur

Richtlinie:

KFS/BW1 E8, Rz. 37 f;

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018); Kasperzak / Bastini (2015); Ruiz de Vargas / Zöllner (2015);

Unterlage:

Unsicherheit;

Die Verteilung des Abwicklungsüberschusses liegt idR einige Jahre nach dem Stichtag. Es ist daher zu diskontieren. Sofern die Liquidation noch nicht tatsächlich beschlossen wurde, beginnt der Liquidationszeitraum mit dem (fiktiven) Liquidationsbeschluss nach dem Bewertungsstichtag und dauert zumindest 1 Jahr. **Es ist also immer zu diskontieren.** Bei umfangreicheren, wenig marktgängigen Vermögen sollten mehrere Jahre eingeplant werden.

Die Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) ist in der Literatur unumstritten.⁸⁸ Die Meinungen über die konkrete Ermittlung geht jedoch auseinander.⁸⁹ Eine theoretisch richtige aber praktisch unbeachtliche Lösung⁹⁰ ist die von der *KFS/BW1 E8*, Rz. 38 empfohlene Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode⁹⁰.

Eine Außerachtlassung der persönlichen Ertragsteuern ist (wie beim Liquidationsüberschuss⁹¹) nicht zulässig.

Abbildung 3: Diskontierungszins⁹²

Variable	Ermittlung
sicherer Zinssatz (i_f)	Svensson-Formel
Marktrisiko­prämie (MRP)	Empfehlung AG-UBW oder Damodaran
Beta-Faktor	Peer-Group / Branchenbeta (auf Stimmigkeit überprüfen)

⁸⁴ Kann gem. *KFS/BW 1* Rz. 85 vereinfachend auch für Einzelunternehmen und Personengesellschaften angewandt werden.

⁸⁵ *KFS/BW 1* Rz. 84.

⁸⁶ So auch Bertl u.a. (2018), S. 98. AA zT dt Jud und Literatur.

⁸⁷ Unzutreffend ist die Aussage in *KFS/BW1 E8*, Rz. 33 wonach die Berücksichtigung der persönlichen Steuer nach dem Bewertungszweck richtet.

⁸⁸ Vgl. zB Ruiz de Vargas / Zöllner (2015), S. 119.

⁸⁹ Bertl u.a. (2018), S. 100 empfehlen Betafaktoren der gleichen Branche anzuwenden und deren Stimmigkeit zu hinterfragen. Bei Einzelveräußerungen empfehlen Kasperzak / Bastini (2015), S. 293 eine vom CAPM abweichende Vorgehensweise.

⁹⁰ Zum Begriff siehe Unterlage (Unsicherheit) S. 4.

⁹¹ Vgl. Kap. 4.4.

⁹² Eigene Aufstellung.

Verschuldensgrad	Wenn möglich APV-Verfahren ⁹³ anwenden, ansonsten konkrete Verschuldung
Unternehmenssteuern	MUSS
persönliche Ertragsteuer	MUSS

6. Liquidationswert

Literatur

Richtlinie:

BStBK (2014) Rz. 54,; KFS/BW1 E8, Rz. 40 ff;

Bücher:

Piltz (1994), S. 33;

Artikel in Zeitschriften:

Bertl u.a. (2018);

Der rechnerische Liquidationswert **kann einen negativen Wert annehmen** (wenn die Schulden und die zu berücksichtigenden Kosten höher sind als die zu erwartenden Erlöse).⁹⁴ Der Liquidationswert ist nur relevant, wenn er höher ist als der Ertragswert.⁹⁵

Ist der höhere der beiden Werte negativ, sind noch die **Haftungsbeschränkungen** (zB Kapitalgesellschaft, Kommanditist) zu beachten: In diesem Fall ist der Wert minimal Null. Unbeschränkt haftende Anteile, dingliche oder persönliche Sicherheiten aus dem Privatvermögen, noch nicht geleistete Einlagen oder bestehende Nachschusspflichten können jedoch zu einem **negativen Wert** führen.⁹⁶

Literatur

Fachgutachten

- Kammer der Wirtschaftstreuhänder: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung vom 26. März 2014, KFS/BW 1; zitiert: *KFS/BW I*;
- IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, IDW Standards IDW S 1 i.d.F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Stand: 02.04.2008); zitiert: *IDW S1 (2008)*;

Empfehlungen / Hinweise

- [Arbeitsgruppe](#) Unternehmensbewertung: „Liquidationswert als Wertuntergrenze“ (KFS/BW1 E8) vom 16.1.2019, zitiert: *KFS/BW I E8*;
- Bundessteuerberaterkammer: „Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“ vom 13.3.2014, zitiert: *BStBK (2014)*;

Judikatur

- BVerfG 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94: (DAT/Altana);
- OGH 27.2.2013, 6 Ob 25/12p;
- BGH 12.3.2001, II ZB 15/00: (DAT/Altana);

⁹³ Vgl. Unterlage *Methodenübersicht*, S. 4.

⁹⁴ Zu den Gründen vgl. *Bertl u.a. (2018)*, S. 99.

⁹⁵ Vgl. *Piltz (1994)*, S. 33.

⁹⁶ Vgl. *BStBK (2014)* Rz. 54.

Bücher

- Fleischer / Hüttemann (Hrsg): „Rechtshandbuch Unternehmensbewertung“, Verlag Otto Schmidt, 2015; zitiert: *Fleischer / Hüttemann (2015)*;
- IDW (Hrsg.): WP Handbuch 2014, Band II; IDW-Verlag 2014; zitiert: *WP-Handbuch II (2014)*;
- Mandl / Rabel: „Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung“, Ueberreuter, 1997; zitiert: *Mandl / Rabel (1997)*;
- Moxter: „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“, Gabler 1990 zitiert: *Moxter (1990)*;
- Piltz: „Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung“, IDW 1994; zitiert: *Piltz (1994)*;

Artikel

- Bertl u.a.: „Der Liquidationswert als Bewertungsuntergrenze“, RWZ 2018/22, zitiert: *Bertl u.a. (2018)*;
- Bertl u.a.: „Sonderfragen der Liquidationswertermittlung“, RWZ 2018, 51;
- Hager: „Das neue Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung“, SWK 2014, 1121, zitiert: *Hager (2014)*;
- Kasperzak / Bastini: „Unternehmensbewertung zum Liquidationswert - Gesellschaftsrechtliche Anlässe, Rechtsprechung und Bemessung“, WPg 2015, 285, zitiert: *Kasperzak / Bastini (2015)*;
- Ruiz de Vargas u.a.: „Ansatz des Liquidationswerts in aktienrechtlichen Abfindungsfällen“, AG 2014, 428, zitiert: *Ruiz de Vargas u.a. (2014)*;
- Ruiz de Vargas / Zöllner: „Die Ermittlung des Liquidationswerts als objektiviertem Unternehmenswert“, BP 2015, 104, zitiert: *Ruiz de Vargas / Zöllner (2015)*;
- Walther: „Liquidationswert und persönliche Steuern“, BP 2010, 14, zitiert: *Walther (2010)*;

Unterlagen

- Hager: „[Bewertungsmethoden – Eine Übersicht](#)“, Basisseminar BFA, Stand September 2015, zitiert: *Hager (Methodenübersicht)*,
- Hager: „[Objektivierter vs. subjektiver Wert](#)“, Stand Jan. 2018, zitiert: *Hager (Obj-Sbj)*;
- Hager: „[Unsicherheit in der Unternehmensbewertung](#)“, Basisseminar BFA, Stand Oktober 2015, zitiert: *Hager (Unsicherheit)*;

Vorträge

- Witte: „Praktische Aspekte der Liquidationswertbestimmung“, EACVA 2014, Berlin, zitiert: *Witte (2014)*;