

Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen

Ein Praxisleitfaden

Bearbeitet von
Von Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, Sonja Schneider, und Bjoern Thielen

6. Auflage 2018. Buch. XIX, 329 S. Gebunden
ISBN 978 3 8006 5516 8
Format (B x L): 16,0 x 24,0 cm

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Finanzierung, Investition, Leasing](#)

Zu [Inhalts-](#) und [Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei


DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Ist der Unternehmenseigner, aus dessen Sicht die Bewertung durchgeführt wird, eine Kapitalgesellschaft – beispielsweise eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft –, so ist als Einkommensteuersatz der Körperschaftsteuersatz zuzüglich des Solidaritätszuschlags anzusetzen, der Gewerbesteuer des Unternehmenseigners unterliegen die Einkünfte jedoch nicht. Erfolgt die Bewertung für eine natürliche Person als Unternehmenseigner, so ist zu berücksichtigen, dass gemäß § 35 EStG die Gewerbesteuer in Höhe des 3,8-fachen Gewerbesteuermessbetrages auf die Einkommensteuer angerechnet wird. Der Gewerbesteuermessbetrag ergibt sich durch Multiplikation der im Gewerbesteuergesetz festgelegten Messzahl mit der Gewerbesteuerbemessungsgrundlage.

Daraus folgt für die Berechnung der bewertungsrelevanten Cashflows in den DCF-Modellen:

- Auf Unternehmensebene fällt nur die Gewerbesteuer an. Wie beim DCF-Modell für Kapitalgesellschaften ist diese beim Equity-Ansatz aus dem operativen Ergebnis vor Steuern (EBT), beim Entity-Ansatz aus dem operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) zu berechnen.
- Darüber hinaus ist zwingend die persönliche Einkommensteuer (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) der Unternehmenseigner zu subtrahieren. Diese wird beim Equity-Ansatz aus dem Jahresüberschuss ermittelt, beim Entity-Ansatz aus dem operativen Ergebnis vor Zinsen und nach adaptierten Steuern (NOPLAT). Handelt es sich bei den Unternehmenseignern um natürliche Personen, so ist die hieraus berechnete Einkommensteuer um den 3,8-fachen Gewerbesteuermessbetrag zu kürzen.

Bei der Bewertung einer Personengesellschaft ist darauf zu achten, dass alle relevanten Kostenfaktoren auch bei der Ermittlung der Cashflows berücksichtigt werden. Hier ist insbesondere der Unternehmerlohn zu nennen, da bei Personengesellschaften Anteilseigner häufig „quasi untentgeltlich“ im Unternehmen mitarbeiten und ihr Arbeitsentgelt über ihren Gewinnanteil erhalten. In diesen Fällen ist für die mitarbeitenden Anteilseigner ein branchenüblicher und für die Größe des Unternehmens angemessener Unternehmerlohn als zusätzlicher (steuermindernder) Personalaufwand bei der Ermittlung der Cashflows abzuziehen.

Die Tabellen 3–52 und 3–53 zeigen die Berechnung der Flows to Equity bzw. der operativen Free Cashflows für die KfZ-Zulieferer KG aus Sicht einer natürlichen Person als Unternehmenseigner. Um einen Vergleich der resultierenden Unternehmenswerte mit den für die Kapitalgesellschaft KfZ-Zulieferer GmbH ermittelten DCF-Werten zu ermöglichen, wurde unterstellt, dass die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen bis zu den Vorsteuer-Ergebnissen sowie die Planbilanzen der KfZ-Zulieferer KG denen der KfZ-Zulieferer GmbH entsprechen. Es wurde ein persönlicher Einkommensteuersatz (einschließlich Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag) in Höhe von 35% angenommen. Dieser Satz entspricht dem vor der Steuerreform 2008 vom HFA des IDW für die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte empfohlenen typisierten Ertragsteuersatz, der aus statistischen Untersuchungen über die durchschnittliche Einkommensteuerbelastung der zu versteuernden Einkommen (mit überwiegend Einkünften aus Gewerbebetrieb oder Kapitalvermögen) abgeleitet wurde.

| Ermittlung der oFCF in Mio. € | Jahr | Endwert | | | | | |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Operatives Erg. v. St./Zins (EBIT) | | 53,0 | 59,6 | 73,9 | 76,2 | 74,1 | 74,8 |
| [-] Adaptierte Steuern (GewSt) auf d. EBIT | | 7,4 | 8,3 | 10,3 | 10,7 | 10,4 | 10,5 |
| [=] NOPLAT | | 45,6 | 51,3 | 63,6 | 65,5 | 63,7 | 64,3 |
| [+] Abschreibungen | | 75,0 | 78,7 | 86,0 | 89,5 | 92,1 | 93,1 |
| [+] Veränd. kurzfr. Rückstellungen | | 1,9 | 2,0 | 4,6 | 3,5 | 3,1 | 0,8 |
| [+] Veränd. langfr. Rückstellungen | | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | |
| [-] Investitionen | | 78,6 | 95,6 | 88,9 | 89,4 | 82,0 | 96,7 |
| [-] Veränd. Working Capital | | -0,1 | 0,9 | 11,5 | 8,5 | 6,6 | 1,9 |
| Operativer Free Cashflow | | 47,0 | 38,5 | 56,8 | 63,6 | 73,3 | 59,6 |
| [-] Persönl. Eink.Steuer auf NOPLAT | | 16,0 | 18,0 | 22,3 | 22,9 | 22,3 | 22,5 |
| [+] Minderung ESt aufgr. GewSt.-Anrechn. | | 7,0 | 7,9 | 9,8 | 10,1 | 9,9 | 9,9 |
| oFCF nach pers. Einkommensteuer | | 38,0 | 28,4 | 44,3 | 50,8 | 60,9 | 47,0 |

Tabelle 3–52: Ermittlung der oFCF nach Einkommensteuer für die Kfz-Zulieferer KG

| Ermittlung der FtE in Mio. € | Jahr | Endwert | | | | | |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Operatives Erg. v. St./Zins (EBIT) | | 53,0 | 59,6 | 73,9 | 76,2 | 74,1 | 74,8 |
| [-] Zinsaufwand | | 16,4 | 15,7 | 15,1 | 13,7 | 11,9 | 11,0 |
| [=] Operatives Erg. v. Steuern (EBT) | | 36,6 | 43,9 | 58,8 | 62,5 | 62,2 | 63,8 |
| [-] Steuern (GewSt) auf das EBT | | 5,7 | 6,7 | 8,8 | 9,2 | 9,1 | 9,3 |
| [=] Operatives Erg. nach Unt.St. (JÜ) | | 30,9 | 37,2 | 50,0 | 53,3 | 53,1 | 54,5 |
| [+] Abschreibungen | | 75,0 | 78,7 | 86,0 | 89,5 | 92,1 | 93,1 |
| [+] Veränd. kurzfr. Rückstellungen | | 1,9 | 2,0 | 4,6 | 3,5 | 3,1 | 0,8 |
| [+] Veränd. langfr. Rückstellungen | | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | |
| [-] Investitionen | | 78,6 | 95,6 | 88,9 | 89,4 | 82,0 | 96,7 |
| [-] Veränd. Working Capital | | -0,1 | 0,9 | 11,5 | 8,5 | 6,6 | 1,9 |
| [+] Veränd. Finanzschulden | | -15,9 | -3,0 | -18,0 | -24,4 | -31,6 | 1,7 |
| Flow to Equity | | 16,4 | 21,4 | 25,2 | 27,0 | 31,1 | 51,5 |
| [-] Persönl. Eink. Steuer auf JÜ | | 10,8 | 13,0 | 17,5 | 18,7 | 18,6 | 19,1 |
| [+] Minderung ESt aufgr. GewSt.-Anrechn. | | 5,4 | 6,4 | 8,3 | 8,8 | 8,7 | 8,9 |
| FtE nach pers. Einkommensteuer | | 11,0 | 14,8 | 16,0 | 17,1 | 21,2 | 41,3 |

Tabelle 3–53: Ermittlung der FtE nach Einkommensteuer für die Kfz-Zulieferer KG aus Sicht einer natürlichen Person als Unternehmenseigner

Beim Equity-Ansatz sind die FtE mit den Eigenkapitalkosten nach Einkommensteuer abzuzinsen. Es führt jedoch zu falschen Ergebnissen, wenn man einfach die im DCF-Modell für Kapitalgesellschaften angesetzte „Vor-Einkommensteuer-Eigenkapitalkosten“ um den vollen Einkommensteuersatz (einschließlich Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag) reduziert.

Das kann man sich leicht am Beispiel einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft als Unternehmenseigner klarmachen. Hierzu sei unterstellt, dass die Kapitalbeteiligungsgesellschaft von ihren Beteiligungsunternehmen eine Mindesteigenkapitalrendite (nach Abzug eigener Ertragsteuern) von 15% erwartet. Handelt es sich bei dem Beteiligungsunternehmen um eine Kapitalgesellschaft, so sind deren Erträge bei der Beteiligungsgesellschaft nur zu 5% zu versteuern. Die Mindesteigenkapitalrendite vor Steuern liegt daher nur geringfügig höher bei ca. $15\% / (1 - 5\% \cdot 29,825\%) = 15,23\%$ (der genaue Prozentsatz ist abhängig vom Gewerbesteuerhe-

besatz der Beteiligungsgesellschaft). Auf Erträge aus Personengesellschaften muss die Kapitalbeteiligungsgesellschaft jedoch in voller Höhe eigene Körperschaftsteuer zuzüglich des Solidaritätszuschlags (zusammen also 15,825%) entrichten. Soll die nach eigener Körperschaftsteuer zu erzielende Rendite 15% betragen, so ist als Eigenkapitalkostensatz vor Einkommensteuer $15\% / (1 - 15,825\%) = 17,82\%$ anzusetzen. Würde man einfach die Vor-Einkommensteuer-Eigenkapitalkosten aus dem DCF-Modell für Kapitalgesellschaften (15,23%) für die Bewertung einer Personengesellschaft übernehmen, so wäre der angesetzte Diskontierungszinssatz zu gering und damit der berechnete Unternehmenswert zu hoch.

Diese Argumentation gilt auch für die Fälle, in denen die Eigenkapitalrendite vom Unternehmenseigner nicht fest vorgegeben ist, sondern basierend auf dem CAPM ermittelt werden soll. Das CAPM ist ein Kapitalmarktmodell und daher grundsätzlich nur zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei am Kapitalmarkt notierten Gesellschaften geeignet. Möchte man aus „Objektivitätsgründen“ bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten dennoch auf das CAPM zurückgreifen, so müssen Anpassungen bezüglich der Marktrisikoprämie aufgrund der unterschiedlichen Besteuerung von Kapital- und Personengesellschaften vorgenommen werden. Die Marktrisikoprämie gemäß CAPM wird von Anlegern für eine Anlage in das Marktportfolio, das i.W. Kapitalgesellschaften enthält, gefordert. Die Erträge aus dem Marktportfolio sind – auf Deutschland bezogen – von natürlichen Personen (i.a.) mit dem Abgeltungsteuersatz von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag zu versteuern. Da die Erträge aus Personengesellschaften einer anderen Besteuerung unterliegen, werden Anleger für die Anlage in Personengesellschaften verglichen mit dem CAPM eine andere Vor-Einkommensteuer-Marktrisikoprämie fordern. Ob diese über oder unter der CAPM-Marktrisikoprämie liegt, hängt vom Einzelfall (persönlicher Einkommensteuersatz, Gewerbesteuerhebesatz) ab. Zwar dürfte der persönliche Einkommensteuersatz in den meisten Fällen über dem Abgeltungsteuersatz liegen, allerdings ist zusätzlich noch die Anrechenbarkeit der Gewerbesteuer auf die Einkommensteuer in die Betrachtung einzubeziehen.

Wenn für einen Anleger Erträge aus einer Personengesellschaft das gleiche Risiko aufweisen wie Erträge aus einer Kapitalgesellschaft, dann sind diese im Rahmen einer Bewertung mit demselben „Nach-Einkommensteuer-Eigenkapitalkostensatz“ abzuzinsen.

Wir empfehlen daher für die Bewertung einer Personengesellschaft, die Eigenkapitalkosten nach demselben Schema zu ermitteln wie in dem für Kapitalgesellschaften verwendeten DCF-Modell unter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern⁸⁰. Ist mit dem Eigentum an dem zu bewertenden Unternehmen darüber hinaus eine persönliche Haftung verbunden – wie bei einem Einzelunternehmen, einer oHG oder bei einer KG, sofern die Bewertung aus Sicht des Komplementärs erfolgt – ist zu überlegen, ob die nach dem Kapitalgesellschafts-Modell ermittelten Eigenkapitalkosten nach Einkommensteuer noch um einen Zuschlag für die persönliche Haftung erhöht werden sollen.

Unter Verwendung des in Abschnitt 3.7.3.3.1 ermittelten Eigenkapitalkostensatzes nach Einkommensteuer in Höhe von 6,88% berechnet sich für die KfZ-Zulie-

⁸⁰ Vgl. Abschnitt 3.7.3.3.2.

ferer KG aus Sicht einer natürlichen Person als Unternehmenseigner nach dem Equity-Ansatz ein Unternehmenswert in Höhe von 627,3 Mio. €, vgl. Tabelle 3–54.

| Equity-Ansatz | | Jahr | | | | | Endwert |
|-----------------------------------|--------------|--|--------|--------|--------|--------|---------------|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Diskontierungszinssatz | 6,88% | | | | | | |
| Multiplikator | | 0,9781 | 0,9151 | 0,8562 | 0,8011 | 0,7495 | 0,7495 |
| Flow to Equity n. ESt | | 11,0 | 14,8 | 16,0 | 17,1 | 21,2 | 41,3 |
| Barwert der Cashflows | | 10,8 | 13,5 | 13,7 | 13,7 | 15,9 | 526,4 |
| [+] Barwert der Cashflows | 67,6 | | | | | | |
| [+] Barwert des Terminal Value | 526,4 | → $= \frac{41,3}{6,88\% - 1\%} \cdot 0,7495$ | | | | | |
| Anteil des TV an der Summe der CF | 88,6% | | | | | | |
| [+] liquide Mittel | 33,3 | | | | | | |
| [+] nicht-betr.notw. Vermögen | 0,0 | | | | | | |
| Equity Value 31.08.Jahr 1 | 627,3 | | | | | | Mio. € |

Tabelle 3–54: Berechnung des Unternehmenswertes (EK) der KfZ-Zulieferer KG nach dem Equity-Ansatz aus Sicht einer natürlichen Person als Eigner

Beim Entity-Ansatz benötigt man für die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes $WACC_{ESt}$ neben den Eigenkapitalkosten nach Einkommensteuer noch die Fremdkapitalkosten nach Einkommensteuer. Diese werden wiederum unter dem Gesichtspunkt der Opportunitätskosten ermittelt, d.h. es müssen alle Steuerarten mit den entsprechenden Sätzen berücksichtigt werden, die in die Berechnung der bewertungsrelevanten Cashflows Eingang gefunden haben. Demnach berechnen sich die Fremdkapitalkosten nach Einkommensteuer als

$$\text{Fremdkapitalkosten nach ESt} = r_{FK} \cdot (1 - t_G - t_E)$$

bzw. unter Berücksichtigung der Hinzurechnung von 25% der Fremdkapitalkosten bei der Gewerbesteuerbemessungsgrundlage als

$$\text{Fremdkapitalkosten nach ESt} = r_{FK} \cdot (1 - 0,75 \cdot t_G - t_E)$$

mit t_G = Gewerbeertragsteuersatz

und t_E = Einkommensteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer

Erfolgt die Bewertung aus Sicht einer natürlichen Person, so ist bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten nach Einkommensteuer zusätzlich noch die Anrechnung des 3,8-fachen Gewerbesteuermessbetrages auf die Einkommensteuer zu berücksichtigen, die die zu zahlende Einkommensteuer vermindert. Die Fremdkapitalkosten nach Einkommensteuer erhöhen sich dadurch bei einer Gewerbesteuermesszahl von derzeit 3,5% um $r_{FK} \cdot (0,75 \cdot 3,5\% \cdot 3,8 \cdot 1,055)$. Der Faktor 1,055 rührt daher, dass sich bei einer Verringerung der Einkommensteuer auch der Solidaritätszuschlag entsprechend verringert. Besteht die Möglichkeit der Anrechnung des 3,8-fachen Gewerbesteuermessbetrages, so ermittelt man die Fremdkapitalkosten als

$$\begin{aligned} \text{Fremdkapitalkosten nach ESt} &= r_{FK} \cdot (1 - 0,75 \cdot t_G - t_E) \\ &+ r_{FK} \cdot (0,75 \cdot 3,5\% \cdot 3,8 \cdot 1,055) \end{aligned}$$

Für die KfZ-Zulieferer KG erhält man nach dieser Formel Fremdkapitalkosten in Höhe von $6,5\% \cdot (1 - 0,75 \cdot 14\% - 35\%) + 6,5\% \cdot 10,52\% = 4,23\%$.

Damit berechnet sich für die KfZ-Zulieferer KG nach dem Entity-Ansatz ein $WACC_{ESr}$ in Höhe von 6,35% (aus der Iteration zur Lösung des Zirkularitätsproblems ergibt sich eine EK-Quote von 79,7% und eine FK-Quote von 20,3%). Daraus resultiert ein Unternehmenswert in Höhe von 630,5 Mio. €, vgl. Tabelle 3–55.

| Entity-Ansatz | | Jahr | | | | | Endwert |
|-----------------------------------|--------------|--|--------|--------|--------|--------|---------|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Diskontierungszinssatz | 6,347% | | | | | | |
| Multiplikator | | 0,9797 | 0,9213 | 0,8663 | 0,8147 | 0,7661 | 0,7661 |
| operativer Free Cashflow | | 38,0 | 28,4 | 44,3 | 50,8 | 60,9 | 47,0 |
| Barwert der Cashflows | | 37,2 | 26,2 | 38,4 | 41,4 | 46,7 | 674,3 |
| [+] Barwert der Cashflows | 189,9 | | | | | | |
| [+] Barwert des Terminal Value | 674,3 | → = $\frac{47,0}{6,34\%-1\%} \cdot 0,7661$ | | | | | |
| Anteil des TV an der Summe der CF | 78,0% | | | | | | |
| [+] liquide Mittel | 33,3 | | | | | | |
| [+] nicht-betr.notw. Vermögen | 0,0 | | | | | | |
| Entity Value | 897,5 | | | | | | |
| [–] verzinsliches Fremdkapital | 267,0 | | | | | | |
| Equity Value 31.08.Jahr 1 | 630,5 | Mio. € | | | | | |

Tabelle 3–55: Berechnung des Unternehmenswertes (EK) der KfZ-Zulieferer KG nach dem Entity-Ansatz aus Sicht einer natürlichen Person als Eigner

Der für die KfZ-Zulieferer KG ermittelte Unternehmenswert liegt deutlich über dem für die KfZ-Zulieferer GmbH berechneten Wert. Das liegt daran, dass bei den in dem Beispiel gewählten Parametern (Einkommensteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag 35%, Gewerbesteuerhebesatz 400 und Anrechnung des 3,8-fachen Gewerbesteuerermessbetrages bei der Einkommensteuer) die Vorsteuer-Erträge einer Personengesellschaft gegenüber denen einer Kapitalgesellschaft (bei Vollausschüttung) deutlich geringer mit Steuer belastet sind. Die gesamte Steuerbelastung beträgt in diesem Fall (ohne Berücksichtigung von Hinzurechnungen bei der Gewerbesteuerbemessungsgrundlage) bei der Kapitalgesellschaft 48,33%, bei der Personengesellschaft hingegen nur 34,97%. Bei einem höheren Einkommensteuersatz sinkt der Wert der Personengesellschaft im Vergleich zum Wert der Kapitalgesellschaft, da der Steuervorteil abnimmt. Bei dem derzeitigen Spitzensteuersatz (2008) von 45,0% zuzüglich Solidaritätszuschlag (ohne Kirchensteuer) beläuft sich die Steuerbelastung bei der Personengesellschaft auf 47,44%, während sie bei der Kapitalgesellschaft aufgrund der einheitlichen Abgeltungsteuer nach wie vor bei 48,33% liegt.

3.8 Spezifische Fragestellungen bei der DCF-Bewertung

3.8.1 Bewertung spezifischer Vermögensbestandteile

3.8.1.1 Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

In die Ermittlung der bewertungsrelevanten Cashflows werden in den DCF-Modellen nur die operativen Überschüsse, d.h. die Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen, einbezogen. Ein Unternehmen verfügt neben dem betriebsnotwendigen Vermögen häufig jedoch auch über nicht-betriebsnotwendige Vermögensbestandteile. Diese müssen separat bewertet werden und – um zum

Unternehmenswert zu gelangen – dem Barwert der Cashflows hinzuaddiert werden.

Als nicht-betriebsnotwendig sind all die Vermögensgegenstände einzustufen, deren Verkauf nicht zu Einschränkungen der operativen Geschäftstätigkeit führt. Das können zum Beispiel Grundstücke, Gebäude, Kunstgegenstände, Beteiligungen⁸¹ oder Wertpapiere sein. Auch Kassenbestände können zum nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zählen, sofern das Unternehmen diese als Reserve über seinen zur Unterstützung des laufenden Geschäftsbetriebes erforderlichen Ziel-Kassenbestand hinaus hält. In der Bewertungspraxis wird der Kassenbestand aus Vereinfachungsgründen oftmals vollständig dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zugerechnet. Wie bereits erwähnt kann man im allgemeinen davon ausgehen, dass liquide Mittel von über 0,5–2% des Umsatzerlöses den betriebsnotwendigen Reservebestand übersteigen. Es sind jedoch immer auch unternehmensspezifische Besonderheiten zu beachten.

Um einen fairen Wert für ein Unternehmen zu ermitteln, sollte man ferner prüfen, ob Vermögensgegenstände, die grundsätzlich zur Aufrechterhaltung des operativen Geschäfts notwendig sind, durch günstigere Vermögensgegenstände ersetzt werden können, die den gleichen Zweck erfüllen. Ist ein Ersatz möglich, ohne dass es zu Beeinträchtigungen des Cashflows kommt, so ist die Wertdifferenz zwischen zu ersetzendem und „neuem“ Vermögensbestandteil ebenfalls als nicht-betriebsnotwendiges Vermögen einzustufen.

Ferner muss geprüft werden, ob als nicht-betriebsnotwendig eingestufte Vermögensbestandteile der Kreditsicherung dienen. In diesem Fall führt eine Veräußerung zu einer Veränderung der Finanzierungssituation des Unternehmens und unter Umständen zu steigenden Fremdkapitalkosten.

Für die nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände ist eine Einzelbewertung unter Berücksichtigung der bestmöglichen Verwendung durchzuführen. In die Ermittlung des Unternehmenswertes sind die nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände mit dem Liquidationswert – also dem Einzelveräußerungswert abzüglich gegebenenfalls anfallender Veräußerungskosten – einzubeziehen, sofern dieser den Barwert der aus den Vermögensgegenständen erzielbaren finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen übersteigt. Andernfalls ist dieser Barwert, der eine Fortführung der bisherigen Nutzung unterstellt, anzusetzen⁸².

Bei der Berechnung dieses Liquidationswertes ist auch zu berücksichtigen, ob bzw. inwieweit die unterstellte Veräußerung zu einer steuerlichen Belastung führt. Wenn der für einen nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstand ermittelte Einzelveräußerungswert den Buchwert dieses Vermögensgegenstands nicht übersteigt, führt der Verkauf beim Unternehmen nicht zu einer steuerlichen Belastung, der Verkaufserlös kann vollständig an die Investoren ausgeschüttet werden. Erfolgt die Unternehmensbewertung nach einem DCF-Modell unter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern, so sind auch die steuerlichen Auswirkungen auf der persönlichen Ertragsteuerebene der Unter-

⁸¹ Zur Berücksichtigung von Beteiligungen vgl. Abschnitt 3.8.2.

⁸² Vgl. IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), neue Fassung vom 18.10.2005, Ziffer 67–71.

nehmenseigner in die Ermittlung des Liquidationswertes einzubeziehen. Bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften hat die Entnahme eines Verkaufserlöses keine steuerlichen Auswirkungen auf die Einkommensteuer. Im Gegensatz hierzu ist die Ausschüttung einer Kapitalgesellschaft beim Gesellschafter zu versteuern. Hierbei ist es nicht von Belang, ob die Ausschüttung aus dem Gewinn der Gesellschaft oder aus dem Verkaufserlös nicht-betriebsnotwendiger Vermögensbestandteile erfolgt.

Liegt der Einzelveräußerungswert eines nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstands über dessen Buchwert, so führt der unterstellte Verkauf zur Aufdeckung Stiller Reserven. Daraus resultiert bereits auf Unternehmensebene eine steuerliche Belastung. Diese auf Unternehmensebene anfallenden Steuern vermindern den Liquidationswert unabhängig von der Rechtsform des Unternehmens. Darüber hinaus unterliegt die Ausschüttung des nach Unternehmenssteuern verbleibenden Betrags der aufgedeckten Stillen Reserven sowohl bei Eignern von Kapitalgesellschaften als auch bei Inhabern von Personengesellschaften und Einzelunternehmen der persönlichen Einkommensteuer, was zu einer weiteren Reduktion des Liquidationswertes führt.

3.8.1.2 Stille Reserven und Stille Lasten

Bezüglich der Berücksichtigung Stiller Reserven bei der Unternehmensbewertung ist zu differenzieren, ob es sich um Stille Reserven im betriebsnotwendigen oder im nicht-betriebsnotwendigen Vermögen handelt.

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen geht mit seinem Liquidationswert in den Unternehmenswert ein. Diese Bewertung unterliegt der Annahme, dass die Stillen Reserven im nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zum Bewertungsstichtag aufgedeckt werden. Die Realisierung der Stillen Reserven führt auf der Unternehmensebene zu einer steuerlichen Belastung⁸³. Diese ist bei der Bewertung der Stillen Reserven in Abzug zu bringen. Erfolgt die Wertermittlung nach einem DCF-Modell, in dem die persönlichen Einkommensteuern der Unternehmenseigner Berücksichtigung finden, so ist auch die aus der Ausschüttung der aufgedeckten Stillen Reserven resultierende Einkommensteuer wertmindernd zu berücksichtigen.

Stille Reserven im betriebsnotwendigen Vermögen, beispielsweise in den Vorratsbeständen, werden nicht gesondert bewertet. Es ist davon auszugehen, dass sich die in „operativen“ Vermögensbestandteilen enthaltenen Stillen Reserven früher oder später in den vom Unternehmen erwirtschafteten Cashflows niederschlagen. Die in unterbewerteten Vorräten enthaltenen Stillen Reserven werden z.B. bei Verkauf, Verbrauch bzw. Weiterverarbeitung dieser Vorräte realisiert: Aus dem geringeren Materialaufwand resultiert ein höheres Unternehmensergebnis. Die Realisierung dieser Stillen Reserven ist somit im Barwert der geplanten Cashflows schon enthalten. Eine gesonderte Berücksichtigung der Stillen Reserven im betriebsnot-

⁸³ Gemäß aktueller Steuergesetzgebung sind Gewinne aus dem Verkauf von Beteiligungen deutscher Kapitalgesellschaften an anderen Kapitalgesellschaften nur zu 5 % zu versteuern. Bei Kapitalgesellschaften führt die Aufdeckung Stiller Reserven aus Beteiligungen an Kapitalgesellschaften daher nur zu einer geringen Besteuerung auf Unternehmensebene.

wendigen Vermögen hätte daher eine Doppelerfassung von Wertbestandteilen zur Folge.

In Unternehmen können jedoch nicht nur Stille Reserven, sondern auch Stille Lasten enthalten sein. Diese sind bei der Bewertung wertmindernd zu berücksichtigen, sofern sie nicht bereits in die geplanten Cashflows eingeflossen sind. Unter Stillen Lasten versteht man Verpflichtungen, die sich in der Bilanz (z.B. in den Rückstellungen) nicht oder nicht ausreichend niederschlagen. Beispiele hierfür sind mögliche Altlasten/Bodenverunreinigungen bei Grundstücken, drohende Auflagen für Umweltschutz oder Rückbauverpflichtungen in Mietverträgen. Bestehen bereits Rückstellungen, so ist zu prüfen, ob künftig eine Auflösung geplant ist. Dadurch würde sich der künftige bewertungsrelevante Cashflow verringern, womit der wertmindernde Effekt auf den Unternehmenswert erfasst ist. Ist das nicht der Fall, so ist die Rückstellung als fremdkapitalähnliche Verbindlichkeit vom Unternehmenswert zu subtrahieren. Unter Bewertungsgesichtspunkten kann man auch Eventualverbindlichkeiten wie z.B. Bürgschaften unter Stillen Lasten subsummieren, insbesondere dann wenn mit einer Inanspruchnahme aus den Bürgschaften zu rechnen ist.

Auch bei den Stillen Lasten sind die steuerlichen Auswirkungen in den Wertansatz einzubeziehen.

3.8.1.3 Immaterielles Vermögen

Mitunter wird in der Praxis – insbesondere vonseiten der Unternehmensverkäufer – die Frage gestellt, ob zu dem mithilfe eines DCF-Verfahrens ermittelten Unternehmenswert nicht noch ein Goodwill z.B. für das Know-how, Markenrechte, den Kundenstamm o.ä. hinzugerechnet werden müsste. Hierzu ist Folgendes anzumerken: Beim DCF-Ansatz handelt es sich um ein Gesamtbewertungsverfahren. Alle Gesamtbewertungsverfahren gehen davon aus, dass der Unternehmenswert durch die finanziellen Überschüsse bestimmt wird, die durch das Zusammenwirken aller materiellen und immateriellen Faktoren in einem Unternehmen erzielt werden. In der Regel liegt der Barwert dieser Cashflows über der Summe der Einzelwerte der eingesetzten materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände. Alle betriebsnotwendigen materiellen und immateriellen Vermögensbestandteile sind die Voraussetzung für die Erzielung dieser finanziellen Überschüsse. Sie gehen daher im Barwert dieser finanziellen Überschüsse auf und dürfen – um eine Doppelzählung zu vermeiden – nicht noch einmal separat bewertet werden.

Auch beim immateriellen Vermögen ist daher zu differenzieren, ob es sich um betriebsnotwendige oder um nicht-betriebsnotwendige Vermögensbestandteile handelt. Erstere sind notwendig, um den Barwert der bewertungsrelevanten Cashflows zu generieren und sind damit im ermittelten Unternehmenswert bereits enthalten. Nur für das nicht-betriebsnotwendige immaterielle Vermögen wird – analog zu den anderen nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen – ein separater Wert ermittelt und zum Barwert der Cashflows addiert.