

## **Empfehlung**

des **Fachsenats für Betriebswirtschaft** der **Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer** zum

# **Liquidationswert als Wertuntergrenze**

*(beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft am 16. Jänner 2019 als Empfehlung KFS/BW 1 E 8)*

| <b>Inhaltsverzeichnis</b>   | <b>Seite</b> |
|---|--------------|
| <b>1. Allgemeines.....</b>  | <b>2</b>     |
| <b>1.1. Vorbemerkungen .....</b>  | <b>2</b>     |
| <b>1.2. Der Liquidationswert im Fachgutachten KFS/BW 1 .....</b>                      | <b>2</b>     |
| <b>1.3. Anwendungsbereich .....</b>   | <b>2</b>     |
| <b>1.4. Definitionen.....</b>   | <b>3</b>     |
| <b>2. Empfehlung.....</b>   | <b>3</b>     |
| <b>2.1. Wertkonzept .....</b>   | <b>3</b>     |
| <b>2.2. Liquidationskonzept.....</b>  | <b>4</b>     |
| <b>2.3. Liquidationsplanung.....</b>  | <b>4</b>     |
| <b>2.4. Fehlendes Liquidationskonzept und/oder fehlende Liquidationsplanung .....</b> | <b>6</b>     |
| <b>2.5. Berücksichtigung der Unsicherheit.....</b>                                    | <b>6</b>     |
| <b>2.6. Diskontierung der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation .....</b>      | <b>7</b>     |
| <b>2.7. Liquidationszuschussbedarf und negativer Liquidationswert .....</b>           | <b>7</b>     |
| <b>3. Weiterführende Literatur .....</b>  | <b>7</b>     |

## **1. Allgemeines**

### **1.1. Vorbemerkungen**

- (1) Der Fachsenat für Betriebswirtschaft gibt die Empfehlung zum Liquidationswert als Wertuntergrenze aufgrund der Beratungen in der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung heraus.

### **1.2. Der Liquidationswert im Fachgutachten KFS/BW 1**

- (2) Nach Rz (13) KFS/BW 1 (i.V.m. Rz (132)) bildet der Liquidationswert die Untergrenze für den Unternehmenswert. Auf einen niedrigeren Fortführungswert ist nur dann abzustellen, wenn der Liquidation rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.
- (3) Der Liquidationswert ergibt sich nach Rz (133) KFS/BW 1 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. Die Abhängigkeit des Liquidationswerts von der Zerschlagungsintensität und der Zerschlagungsgeschwindigkeit ist zu beachten.
- (4) Der Liquidationswert ist nach Rz (98) KFS/BW 1 auch zur Ermittlung des Restwerts bei der Bewertung von Unternehmen mit begrenzter Bestandsdauer heranzuziehen. Der Unternehmenswert ergibt sich in diesen Fällen aus dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bis zur Beendigung des Unternehmens zuzüglich des Restwerts im Sinne eines Liquidationswerts als Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Beendigung des Unternehmens.

### **1.3. Anwendungsbereich**

- (5) Diese Empfehlung ist bei der Ermittlung von Liquidationswerten als Wertuntergrenze im Rahmen der Ermittlung objektiverer und subjektiver Unternehmenswerte zu beachten.
- (6) Auf die Ermittlung eines Liquidationswerts als Wertuntergrenze kann verzichtet werden, wenn keine Anhaltspunkte dafür bestehen, dass der Liquidationswert den nach einem Diskontierungsverfahren ermittelten Fortführungswert übersteigt. Vom Nichtvorliegen solcher Anhaltspunkte kann insbesondere ausgegangen werden, wenn der Fortführungswert das bilanzielle Eigenkapital zum Bewertungsstichtag übersteigt und aufgrund zu erwartender Liquidationskosten und mangels eines ausreichend positiven Saldos aus stillen Reserven und stillen Lasten im Liquidationsfall keine Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der Liquidationswert das bilanzielle Eigenkapital übersteigt. Liegt der Fortführungswert unter dem bilanziellen Eigenkapital zum Bewertungsstichtag, kann auf die detaillierte Ermittlung eines Liquidationswerts verzichtet werden, wenn sich aus einer überschlägigen Schätzung der im Liquidationsfall realisierbaren Werte mit hinreichender Sicherheit ergibt, dass der Liquidationswert unter dem Fortführungswert liegt.
- (7) Wird auf die Ermittlung eines Liquidationswerts als Wertuntergrenze verzichtet, sind die dafür maßgeblichen Gründe im Bewertungsgutachten anzugeben.
- (8) Ein Liquidationswert ist nicht zu ermitteln,
  - a) wenn das Unternehmen aus rechtlichen Gründen fortgeführt werden muss und sich diesem Zwang einseitig nicht entziehen kann;

- b) wenn tatsächliche Zwänge zur Unternehmensfortführung vorliegen, was jedoch nur in Ausnahmefällen vorkommt (z.B. bei öffentlichem Druck zur Erhaltung von Arbeitsplätzen);
  - c) wenn es sich um ein Unternehmen mit bedarfswirtschaftlichem Leistungsauftrag handelt (vgl. Rz (139) KFS/BW 1).
- (9) Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswerts kann auftragsabhängig auf die Ermittlung eines Liquidationswerts verzichtet bzw. anhand abweichender Grundsätze vorgegangen werden.
- (10) Die im Rahmen dieser Empfehlung erarbeiteten Grundsätze gelten sinngemäß für die Ermittlung von Liquidationswerten als Restwert bei begrenzter Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens.
- (11) Bestehen rechtliche Vorgaben für die Wertermittlung, richten sich der Blickwinkel der Liquidationswertermittlung sowie der Umfang der erforderlichen Typisierungen und Objektivierungen nach den für die Wertermittlung relevanten rechtlichen Regelungen (vgl. Rz (16) KFS/BW 1).

#### **1.4. Definitionen**

- (12) Liquidationskonzept: Das Liquidationskonzept umfasst die unternehmerischen Entscheidungen zur Abwicklung eines Unternehmens (einer Bewertungseinheit) in Bezug auf die Zerschlagungsgeschwindigkeit und die Zerschlagungsintensität, die dabei zu erwartenden Marktbedingungen und die Liquidationsplanung.
- (13) Zerschlagungsintensität: Die Zerschlagungsintensität beschreibt den im Liquidationskonzept definierten Grad der Aufteilung bzw. Zusammenfassung des zu verwertenden Vermögens in Verwertungseinheiten.
- (14) Zerschlagungsgeschwindigkeit: Die Zerschlagungsgeschwindigkeit beschreibt die im Liquidationskonzept festgelegte Abwicklungsdauer.
- (15) Liquidationskosten: Es ist zwischen indirekten und direkten Liquidationskosten zu unterscheiden. Jene Kosten, die bei der Fortführung des Unternehmens nicht anfallen, sind als direkte Liquidationskosten zu klassifizieren. Darunter fallen insbesondere Kosten in Zusammenhang mit Arbeitsverträgen, Sozialpläne, Rekultivierungen, Entsorgungskosten und Abbruchkosten im Rahmen einer Liquidation und Honorare von Sachverständigen. Indirekte Liquidationskosten sind jene Kosten, die durch die Publizität der geplanten Liquidation entstehen. Darunter fallen insbesondere höhere Beschaffungskosten und entgangene Umsätze aufgrund von Verhaltensänderungen von Lieferanten und Kunden.

## **2. Empfehlung**

### **2.1. Wertkonzept**

- (16) Wie der Fortführungswert ist auch der Liquidationswert grundsätzlich als Barwert finanzieller Überschüsse zu bestimmen (Zahlungsstromorientierung). Abweichend von der Ermittlung eines Fortführungswerts ist der Ermittlung des Liquidationswerts die Prämisse der Abwicklung des Unternehmens im Sinne einer hypothetischen Gesamtliquidation des Unternehmens zugrunde zu legen.

- (17) Aus der Abwicklungsprämisse folgt, dass im Rahmen der Ermittlung des Liquidationswerts von einer begrenzten Abwicklungsdauer auszugehen ist. Des Weiteren folgt daraus, dass das Unternehmen nicht mehr als Ganzes (Unternehmenseinheit) bewertet wird, sondern nach Maßgabe der festzulegenden Zerschlagungsintensität in (kleinere) Bewertungs- bzw. Verwertungseinheiten geteilt wird. Die fingierte Veräußerung dieser Verwertungseinheiten zieht den Wegfall von Synergieeffekten, die sich aus dem Zusammenwirken dieser Einheiten innerhalb des Unternehmens ergeben haben, nach sich.

## **2.2. Liquidationskonzept**

- (18) Der Ermittlung des Liquidationswerts ist ein Liquidationskonzept zugrunde zu legen. Dieses ist analog zum Unternehmenskonzept bei Gültigkeit der Fortführungsprämisse (Rz (79) KFS/BW 1) vom Management mit der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters unter Beachtung des Grundsatzes der bestmöglichen Verwertung des Unternehmensvermögens unter rein finanziellen Zielsetzungen zu erstellen. Dabei sind Verwertungsmaßnahmen nur insoweit zu berücksichtigen, als sie sich hinreichend konkretisieren lassen, um daraus belastbare Erwartungswerte ableiten zu können.
- (19) Das Liquidationskonzept hat sich auf sämtliche Vermögenswerte sowie Verpflichtungen, einschließlich aller außerbilanziellen Vermögenswerte und Verpflichtungen, am Bewertungsstichtag zu erstrecken. Das entscheidende Kriterium für den Ansatz eines Vermögenswerts stellt allein dessen Verwertbarkeit dar.
- (20) Das Liquidationskonzept legt sowohl den zeitlichen Rahmen der Liquidation (Zerschlagungsgeschwindigkeit) als auch den Grad der Teilung des Vermögens (Zerschlagungsintensität) fest. Beide Parameter beeinflussen den Liquidationswert.
- (21) Bei der Festlegung der Zerschlagungsgeschwindigkeit ist zu beachten, dass eine Abwicklung unter Zeitdruck insoweit nachteilig sein kann, als sie zur Realisierung von bloßen „Schrottwerten“, zur Inkaufnahme von Auflösungskosten (z.B. Vorfälligkeitsentschädigungen) sowie zu grundsätzlich vermeidbaren Liquidationskosten führt. Eine länger andauernde, planmäßige Liquidation kann demgegenüber im Einzelfall zu höheren Verwertungserlösen und geringeren Liquidationskosten führen.
- (22) Bei der Festlegung der Zerschlagungsintensität ist zu beurteilen, inwieweit eine Veräußerung von wirtschaftlichen Einheiten aus Teilen des Unternehmens als Gesamtheit (z.B. Teilbetriebe, Geschäftsbereiche) anstelle einer isolierten Veräußerung einzelner Vermögenswerte realisierbar erscheint. Anhaltspunkte dafür kann eine Analyse der Rentabilität der einzelnen Betriebsteile liefern. Mit abnehmender Zerschlagungsintensität sind in der Regel höhere Liquidationserlöse zu erwarten.
- (23) Das Liquidationskonzept hat auf rechtliche Vorgaben für die Liquidation des Unternehmens Bedacht zu nehmen. Bei der Liquidation von Kapitalgesellschaften sind die im AktG und GmbHG verankerten Vorschriften zu berücksichtigen.
- (24) Die Plausibilität des Liquidationskonzepts ist vom Berufsangehörigen zu beurteilen.

## **2.3. Liquidationsplanung**

- (25) Ausgangspunkt der Liquidationsplanung ist das Liquidationskonzept. In der Liquidationsplanung werden die finanziellen Auswirkungen der Liquidation quantitativ darge-

stellt. Analog zu den Anforderungen an die Planung finanzieller Überschüsse im Fortführungsfall ist bei einem mehrjährigen Liquidationszeitraum grundsätzlich eine integrierte Planungsrechnung aufzustellen, die den gesamten Abwicklungszeitraum umfasst. Um zu beurteilen, ob die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens während des gesamten Abwicklungszeitraums aufrechterhalten werden kann, kann es erforderlich sein, Planungsperioden von weniger als einem Jahr vorzusehen.

- (26) Bei einem kurzen Liquidationszeitraum oder einer geringen Komplexität der Unternehmensstruktur kann die vereinfachte Erstellung eines Status auf Basis von Liquidationswerten unter Berücksichtigung der zu erwartenden Liquidationskosten und Steuerwirkungen ausreichend sein.
- (27) Für Zwecke der Liquidationsplanung kann der Abwicklungszeitraum grundsätzlich in eine Produktions- bzw. Leistungsauslaufphase, eine Verwertungsphase und eine Verteilungsphase eingeteilt werden.
- (28) Die Liquidation des betriebsnotwendigen Vermögens beginnt in der Regel mit einer Auslaufphase, in der z.B. laufende Aufträge abgearbeitet oder Vorräte abgebaut werden. Bei der Planung dieser Phase sind die indirekten Liquidationskosten zu berücksichtigen.
- (29) In der Verwertungsphase steht die Ermittlung der bei der Veräußerung der Vermögensgegenstände (Liquidationswertermittlung im engeren Sinne) zu erzielenden Erlöse im Vordergrund. In dieser Phase sind auch die direkten Liquidationskosten (u.U. auch Steuern) zu berücksichtigen. Bei der Schätzung der Verwertungserlöse ist auf die Verwertbarkeit des zu veräußernden Vermögens sowie auf den Umstand Bedacht zu nehmen, dass sich das Unternehmen annahmegemäß in Abwicklung befindet.
- (30) Soweit für einzeln zu verwertende Aktiva Marktpreise auf aktiven Märkten existieren, sind sie der Schätzung der Verwertungserlöse zugrunde zu legen. Allerdings ist dabei zu beurteilen, ob durch das liquidationsbedingte Zusatzangebot Marktpreise beeinflusst werden und Preisabschläge zu erwarten sind. In diesem Sinne ist etwa davon auszugehen, dass die Verwertung eines größeren Aktienpakets über die Börse ein Absinken des Börsenkurses nach sich ziehen wird. In Abhängigkeit von Größe und Liquidität des Aktienmarkts sind daher entsprechende Abschläge vom Börsenkurs zu berücksichtigen.
- (31) Buchwerte sowie Bilanzierungsverbote sind für die Ermittlung des Liquidationswerts unbeachtlich. Demnach sind selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens, wie z.B. Patentrechte, Markenrechte, Rezepte oder Kundenlisten, zu berücksichtigen.
- (32) Im Rahmen der Liquidationsplanung sind auch jene Verpflichtungen bzw. Kosten anzusetzen, die erst durch die Liquidation des Unternehmens entstehen bzw. schlagend werden, wie z.B. Sozialplanverpflichtungen, Abfindungszahlungen, Abbruchkosten, Vorfälligkeitsentschädigungen oder Eventualverbindlichkeiten. Nicht zu berücksichtigen sind hingegen alle mit der Liquidation entfallenden Schulden, wie z.B. Aufwands- und Kulanzrückstellungen.
- (33) Bei der Liquidation von Kapitalgesellschaften ist die auf den Abwicklungszeitraum entfallende Körperschaftsteuer in der Liquidationsplanung zu berücksichtigen. Die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern richtet sich bei der Bewertung von Personenunternehmen sowie von Kapitalgesellschaften danach, ob der Zweck der Bewertung in der Ermittlung eines Werts vor oder nach persönlichen Ertragsteuern liegt: Um eine Doppelberücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern zu vermeiden,

sind persönliche Ertragsteuern in der Liquidationsplanung dann nicht zu berücksichtigen, wenn der zu ermittelnde Liquidationswert nach dem Zweck der Bewertung einen Wert vor persönlichen Ertragsteuern repräsentieren soll. Dies ist etwa der Fall, wenn die Wertermittlung der Festlegung der angemessenen Barabfindung eines ausgeschlossenen Gesellschafters dient, da der ausgeschlossene Gesellschafter die Barabfindung selbst der persönlichen Ertragsbesteuerung zu unterziehen hat. Liegt der Zweck der Bewertung hingegen in der Ermittlung eines Werts nach persönlichen Ertragsteuern, sind diese Steuern in der Liquidationsplanung zu berücksichtigen.

- (34) Die Plausibilität der Liquidationsplanung ist in sinngemäßer Anwendung der Rz (68) bis (73) KFS/BW 1 zu beurteilen.

#### **2.4. Fehlendes Liquidationskonzept und/oder fehlende Liquidationsplanung**

- (35) Liegen ein ausreichend dokumentiertes Liquidationskonzept und/oder eine ausreichend dokumentierte Liquidationsplanung nicht vor, ist das Management aufzufordern, unter Zugrundelegung seiner Vorstellungen über die Konzeption und/oder Planung der Liquidation des Unternehmens ein Liquidationskonzept bzw. eine integrierte Planungsrechnung oder einen Liquidationsstatus zu erstellen.
- (36) Sofern das Management ein für Zwecke der Liquidationswertermittlung geeignetes Liquidationskonzept und/oder eine dafür geeignete Liquidationsplanung nicht vorlegt, kann der Berufsangehörige das Liquidationskonzept und die Liquidationsplanung selbst erstellen. Die vom Berufsangehörigen eigenständig getroffenen und allenfalls vereinfachenden Annahmen sind im Bewertungsgutachten explizit zu beschreiben. Auf das Fehlen eines Liquidationskonzepts und/oder einer Liquidationsplanung seitens des Managements und eine damit allenfalls verbundene eingeschränkte Verlässlichkeit des Bewertungsergebnisses ist im Bewertungsgutachten hinzuweisen.

#### **2.5. Berücksichtigung der Unsicherheit**

- (37) Die für den Liquidationsfall zu erwartenden finanziellen Überschüsse sind mit Unsicherheit behaftet. Nach Rz (100) KFS/BW 1 kann das Risiko entweder in Form der Sicherheitsäquivalenzmethode durch einen Abschlag vom Erwartungswert der finanziellen Überschüsse oder in Form der Risikozuschlagsmethode durch einen Risikozuschlag zum risikolosen Zinssatz (Basiszinssatz) berücksichtigt werden. Bei korrekter Anwendung führen beide Methoden zum selben Ergebnis.
- (38) Bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode ist zu beachten, dass eine marktgestützte Ermittlung von Risikozuschlägen auf Basis des CAPM für in Liquidation befindliche Unternehmen in der Praxis mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist, da das aus den Geschäftsmodellen börsennotierter Unternehmen resultierende operative Risiko in der Regel nicht mit jenem eines zu liquidierenden Unternehmens vergleichbar ist. Nach Ansicht des Fachsenats kann daher die Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode im Einzelfall zu bevorzugen sein. Auf dieser Grundlage können Sicherheitsäquivalente einzelner Zahlungsstromkomponenten mit unterschiedlichem Risikogehalt gebildet werden, wie etwa für Verwertungserlöse, Liquidationskosten und die Bezahlung von Schulden.

## **2.6. Diskontierung der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation**

- (39) Erstreckt sich die Liquidation über einen Zeitraum von mehr als einem Jahr, sind die finanziellen Überschüsse aus der Liquidation mit einem risikoadäquaten Diskontierungssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Bei Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode erfolgt die Abzinsung mit dem laufzeitäquivalenten risikolosen Zinssatz.

## **2.7. Liquidationszuschussbedarf und negativer Liquidationswert**

- (40) Ergibt die Liquidationsplanung negative finanzielle Überschüsse, sind die Rz (141) f. KFS/BW 1 entsprechend anzuwenden.
- (41) Reichen die aus der Verwertung des Vermögens zu erwartenden finanziellen Zuflüsse nicht aus, um sämtliche Schulden und Liquidationskosten einschließlich der mit der Liquidation verbundenen Steuerwirkungen zu bedecken, liegt auf Ebene des zu bewertenden Unternehmens eine finanzielle Unterdeckung im Liquidationsfall vor, die im Anwendungsbereich des § 67 und nach Maßgabe des § 67 Abs. 3 IO das Vorliegen einer rechnerischen Überschuldung nach sich ziehen kann.
- (42) Aus der Perspektive der Unternehmenseigner führt eine finanzielle Unterdeckung im Liquidationsfall insoweit zu einem negativen Liquidationswert, als die Unternehmenseigner dafür aufgrund von gesetzlichen oder vertraglichen Haftungen, bestellten Sicherheiten aus dem Privatvermögen, noch ausstehenden Einlagen oder bestehenden Nachschussverpflichtungen aufkommen müssen.

## **3. Weiterführende Literatur**

*Aschauer/Purtscher*, Einführung in die Unternehmensbewertung, Wien 2011

*Bertl/Kasapovic/Patloch-Kofler*, Der Liquidationswert als Bewertungsuntergrenze, in: RWZ 3/2018, S. 94–101

*Bertl/Kasapovic/Patloch-Kofler*, Sonderfragen der Liquidationswertermittlung, in: RWZ 7–8/2018, S. 275–282

*Henselmann/Kniest*, Unternehmensbewertung: Praxisfälle mit Lösungen, 5. Auflage, Herne 2015

*Ihlau/Duscha*, Liquidationswert, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, Herne 2015, S. 807–830

*Nadvornik/Sylle*, Bewertung ertragsschwacher Unternehmen, in: Petersen/Zwirner (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Köln 2017, S. 1273–1289

*Ruiz de Vargas/Zollner*, Die Ermittlung des Liquidationswerts als objektiviertem [sic!] Unternehmenswert, in: BewertungsPraktiker 3/2015, S. 104–121