www.kommunsense.de
Bilanzsteuerrechtliche Analysen aus kommunaler Sicht

Kommun§ense-Steuerakzente 08/2006:

Die Bewertung von Beteiligungen nach der Ertragswertmethode im Rahmen der Einführung doppischer Buchführungssysteme im kommunalen Haushalts- und Rechnungswesen

1. Allgemeines

Der folgende Beitrag schließt inhaltlich an den Beitrag des Verfassers in Kommun§ense-Akzente 07/2006[1] an und befasst sich speziell mit der Bewertung von Beteiligungen nach der Ertragswertmethode, wie sie im Standard S 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ niedergelegt ist.

In NRW[2] sind bestimmte erwerbswirtschaftliche Beteiligungen für Zwecke der kommunalen Eröffnungsbilanz unter Beachtung der öffentlichen Zielsetzung nach dem Ertragswertverfahren zu bewerten. Dabei darf[3] die Wertermittlung auf die wesentlichen wertbildenden Faktoren unter Berücksichtigung vorhandener Planungsrechnungen beschränkt werden.

---

[1] Ausweis, Bilanzierung und Bewertung von Beteiligungen im Rahmen der Einführung doppischer Buchführungssysteme im kommunalen Haushalts- und Rechnungswesen.
[2] Vgl. § 55 Abs. 6 Sätze 3 und 4 GemHVO NRW.
[3] Hierbei handelt es sich zweifellos um eine Vereinfachungsmöglichkeit des Gesetzgebers in NRW.

Der Wert eines Unternehmens nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich grundsätzlich unter der Annahme ausschließlich finanzieller Ziele durch den finanzmathematischen Barwert der zukünftigen Nettozuflüsse (Ausschüttungen abzüglich Einlagen) an den Unternehmenseigner. Die Nettozuflüsse hängen dabei wesentlich von der Fähigkeit des Unternehmens ab, ausschüttbare Gewinne zu erwirtschaften. Die Ertragswertbewertung setzt daher die für den Bewertungsstichtag maßgebende Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft voraus. Diese Nettozuflüsse werden dann mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Für die Praxis bleibt festzuhalten, dass für die Durchführung der Bewertung vollständige und richtige Planungsunterlagen über die zukünftige Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens vorhanden sein müssen. Eine Orientierung an der Vergangenheit kann nur ein erster Schritt zur Wertfindung sein.

2. Das Ertragswert - Bewertungsverfahren

Das Ertragswertverfahren beruht konzeptionell auf der Grundlage des Kapitalwertkalküls. Die für die Zukunft erwarteten Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner werden mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Geht man wie in der Mehrzahl der Fälle von einer unendlichen Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens aus, ergibt sich das finanzmathematische Bewertungskalkül nach der Barwertformel wie folgt:

$$UW = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_n}{(1+i_n)^n}$$

Dabei bedeuten:
- UW: Unternehmenswert
- E: Zukunftserfolge/ Nettozuflüsse
- n: Periode 1 bis Periode unendlich (∞)
- i: Kapitalisierungszinssatz.

2.1 Der Beteiligungswert als subjektiver Unternehmenswert

Konzeptionell können mit dem Ertragswertverfahren sowohl objektivierte Unternehmenswerte im Sinne eines neutralen Wertgutachtens als auch subjektive Unternehmenswerte als Entscheidungswerte, beispielsweise zur Ermittlung der Preisobergrenze bei einem geplanten Unternehmenskauf, ermittelt werden. Nach dem zu beachtenden Grundsatz der Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks ergeben sich im konkreten Fall aus dem Zweck der Unternehmensbewertung (objektivierter oder subjektiver Unternehmenswert) unterschiedliche Annahmen für die Prognose der zu diskontierenden Nettozuflüsse und für die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes.

In der Stellungnahme zur Rechnungslegung „Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses“ (IDW RS HFA 10) vertritt der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer die Auffassung, dass für die Ermittlung des einer Beteiligung beizulegenden Zeitwertes für Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses grundsätzlich ein subjektiver Unternehmenswert aus der Sicht des die Beteiligung haltenden Gesellschafters zu ermitteln ist.[4] Nach der Auffassung des Verfassers kann für die Bewertung von Beteiligungen für Zwecke einer kommunalen Eröffnungsbilanz nichts anderes gelten.

Die Berücksichtigung subjektiver Aspekte hat beispielsweise Auswirkungen auf die Berücksichtigung zukünftiger Maßnahmen zur Veränderung der Unternehmensstruktur, die Berücksichtigung von Synergieeffekten, die getroffenen Finanzierungsannahmen einschließlich der Ausschüttungsannahmen, geplante Änderungen in der Unternehmensführung sowie die Ertragsteuern der Unternehmenseigner. In all diesen Punkten sind die individuelle Situation und die Planungen des bilanzierenden Gesellschafters maßgeblich.

[4] Eingeschränkt wird diese Aussage allerdings in Bezug auf die Ermittlung der Rendite einer Alternativanlage im Rahmen der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes. Siehe hierzu die Erläuterungen in Abschnitt 2.3.

2.2 Die Ermittlung der Ertragsüberschüsse

Das Kernproblem einer jeden Unternehmensbewertung ist die Prognose der entziehbaren finanziellen Überschüsse. Sie erfordert grundsätzlich eine umfassende Information über das Unternehmen sowie das wirtschaftliche und rechtliche Umfeld (z.B. Gesetzesänderungen, gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, Branchenentwicklungen). Auf der Grundlage einer Analyse der Vergangenheit – hierzu sollten die Jahresabschlüsse sowie interne Ergebnisrechnungen herangezogen werden – sind sodann die künftigen Entwicklungen zu prognostizieren. Nach den Vorgaben des IDW S 1 ist der Prognosezeitraum dabei in eine nähere erste Phase (Detailplanungsphase) und eine fernere zweite Phase (Rentenphase) zu unterteilen. Während die finanziellen Überschüsse der ersten Phase (i.d.R. 3 bis 5 Jahre) noch relativ sicher und auf der Basis konkreter Szenarien geplant werden können, basieren die Planungen für die fernere zweite Phase, ausgehend von den Planungen der Detailplanungsphase, auf langfristigen Fortschreibungen von Trendentwicklungen. Es wird sofort ersichtlich, dass insbesondere die Planungen der zweiten Phase mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

Wie das nachfolgende Beispiel eines Beteiligungsunternehmens in der Rechtsform der GmbH zeigt, werden die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse beim Ertragswertverfahren aus den geplanten bilanziellen Erfolgen abgeleitet. In die Ertragswertberechnung fließt somit letztlich der Jahresüberschuss der zu erstellenden Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen ein. Die Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags wurde im Beispiel vernachlässigt. Zudem wurde vereinfachend unterstellt, dass die Kommune an dem Unternehmen zu 100 % beteiligt ist und diese Beteiligung im Vermögensverwaltungsbereich hält.

Beispiel:

	Detailplanungsphase			Rentenphase
	2007 Plan TEUR	2008 Plan TEUR	2009 Plan TEUR	ab 2010 Plan TEUR
Jahresüberschuss *	8.000	8.250	9.000	9.000
Thesaurierungsanteil (von z.B. 20 %)	-1.600	-1.650	-1.800	-1.800
= Bardividende	6.400	6.600	7.200	7.200
Kapitalertragsteuer (10 %)	-640	-660	-720	-720
= Nettodividende	5.760	5.940	6.480	6.480
= zu diskontierende Ertragsgröße/ Nettozufluss	**5.760**	**5.940**	**6.480**	**6.480**

***** Der Jahresüberschuss ist der Jahresüberschuss i. S. d. § 275 Abs. 2 Nr. 20 HGB, der bereits um die Steuern vom Einkommen und Ertrag gemindert ist. Der Jahresüberschuss ist Teil des Bilanzgewinns, über dessen Verwendung die Gesellschafterversammlung entsprechenden Beschluss fasst.

Zu einem finanziellen Zufluss beim Unternehmenseigner führt aber nur der Teil des Jahresüberschusses, der ausgeschüttet und nicht thesauriert wird. Im Rahmen eines voll integrierten Planungssystems beeinflusst die zu treffende Ausschüttungsannahme über ihre Auswirkungen auf die Höhe der geplanten Fremdfinanzierungsmittel und damit der Zinsaufwendungen wiederum den Jahresüberschuss selbst. Da letztlich nur die nach Steuern dem Unternehmenseigner zufließende Gewinnausschüttung zu diskontieren ist, sind dessen individuelle Ertragsteuern ebenfalls in Abzug zu bringen. Aufgrund der insoweit nur bestehenden beschränkten Körperschaftsteuerpflicht fallen bei der Kommune nur die vom Beteiligungsunternehmen abzuführenden Kapitalertragsteuern an. Als Ergebnis verbleibt die zu diskontierende Ertragsgröße, die den finanziellen Nettozufluss bei der Kommune darstellt. Gemäß der oben dargestellten Grundformel des finanzmathematischen Bewertungskalküls sind damit die im Zähler zu berücksichtigenden Nettozuflüsse „E“ gefunden.

2.3 Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Da erst in der ferneren Zukunft anfallende finanzielle Zuflüsse aus heutiger Sicht einen geringeren Wert haben als zeitnah erfolgende Zahlungen, sind die Nettozuflüsse mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungszeitpunkt abzuzinsen. Der zu findende Kapitalisierungszinssatz soll dabei der Rendite einer zur Investition in das Beteiligungsunternehmen alternativen Investition (Alternativanlage) entsprechen. Die Alternativanlage muss dabei den finanziellen Zuflüssen aus der Beteiligung hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung entsprechen. Bei der Ermittlung eines subjektiven Unternehmenswertes wäre die Rendite der Alternativanlage nach den konkreten alternativen Anlagemöglich-keiten des Investors zu bestimmen. Nach der Auffassung des Instituts der Wirtschafts-prüfer kommt für Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses aufgrund der gebotenen Willkürfreiheit der Wertansätze eine Berücksichtigung rein subjektiver Renditeerwartungen jedoch nicht in Betracht.[5] Stattdessen sollte wie bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes die beobachtbare Rendite einer Anlage in Unternehmensanteile den Ausgangspunkt für die Bestimmung der Rendite der Alternativanlage bilden. Der Verfasser vertritt die Auffassung, dass auch für eine kommunale Eröffnungsbilanz der Grundsatz der Willkürfreiheit der Wertansätze zu beachten ist und damit keine anderen Bewertungsgrundsätzen gelten können.

Gedanklich lässt sich die gesuchte Rendite für Unternehmensanteile in einen (quasi-) risikolosen Basiszinssatz und eine Risikoprämie für die Übernahme des unternehmerischen Risikos aufteilen. Zur Bestimmung des Basiszinssatzes wäre grundsätzlich von der Rendite öffentlicher Anleihen mit unentlicher Laufzeit auszugehen. In der Praxis hilft man sich in der Regel damit, dass man die erzielbaren Renditen langfristiger, z.B. 10-jähriger öffentlicher Anleihen heranzieht. Problematischer ist die Festlegung der Risikoprämie. Diese soll das unternehmerische Risiko abgelten, dass der Investor durch die Beteiligung an dem zu bewertenden Unternehmen eingeht. Während für börsennotierte Unternehmen mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM oder Tax-CAPM) empirisch beobachtbare Aktienrenditen herangezogen werden können, werden bei den nicht börsennotierten Unternehmen häufig Erfahrungswerte und Hinweise aus der Rechtsprechung herange-

[5] Vgl. IDW RS HFA 10, Tz. 9.

zogen. Aus der Fortführung des Beispiels werden die einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes ersichtlich.

Beispiel:

	Detailplanungs-Phase %	Phase der ewigen Rente %
Basiszinssatz	5,0	5,0
Risikoprämie	4,0	4,0
= Kapitalisierungszinssatz vor Steuern	9,0	9,0
Kapitalertragsteuer (10 %)	-0,9	-0,9
= Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	8,1	8,1
Wachstumsabschlag	0,0	-1,0
= Kapitalisierungszinssatz	**8,1**	**7,1**

Wie der Zähler des Bewertungskalküls, der Nettozufluss, muss auch der Nenner, der Kapitalisierungszinssatz eine Größe nach Steuern sein. Da im Beispiel eine Unternehmensbewertung aus der Sicht einer Kommune erfolgt, die ihre Beteiligung im Vermögensverwaltungsbereich hält, ist die individuelle Ertragsteuer auf die Rendite der Alternativanlage in Abzug zu bringen. Geht man von einer Alternativanlage in Anteile an einer Kapitalgesellschaft aus, ist auch hier Kapitalertragsteuer in Höhe von 10 % abzuziehen. Für die komplette Rentenphase wird ein konstanter Finanzmittelzufluss unterstellt. Da das Unternehmen tatsächlich jedoch zumindest teilweise in der Lage sein wird, eine inflationsbedingte Geltentwertung über Preissteigerungen zu kompensieren, ist für die Rentenphase ein Wachstumsabschlag berücksichtigt. Der Wachstumsabschlag gleicht damit aus, dass methodisch bedingt bei der Planung der Überschüsse der Rentenphase vollkommene Geldwertstabilität unterstellt wurde. Hinsichtlich der Detailplanungsphase gilt die Annahme, dass nominale Größen geplant wurden, so dass insoweit kein Wachstumsabschlag erforderlich ist.

2.4 Der Beteiligungswert

Aus der Diskontierung der ermittelten Ertragsgrößen/Nettozuflüsse mit den Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich schließlich der Ertragswert des Beteiligungsunternehmens.

Beispiel:

	Detailplanungsphase			Rentenphase
	2007 Plan TEUR	2008 Plan TEUR	2009 Plan TEUR	ab 2010 Plan TEUR
zu diskontierende Ertragsgröße	5.760	5.940	6.480	6.480
x Diskontierungsfaktor	0,9251	0,8558	0,7917	11,1507
= Barwert der finanziellen Zuflüsse	5.329	5.083	5.130	72.257
= Ertragswert der Beteiligung				**87.799**

Der Kapitalisierungszinssatz aus dem Nenner der Barwertformel lässt sich zur Vereinfachung der Darstellung auch in einen Diskontierungsfaktor umrechnen. Im Falle einer 100 %-igen Beteiligung entspricht der ermittelte Unternehmenswert auch dem Wert der Beteiligung in der Eröffnungsbilanz der Kommune. Liegt die Beteiligungsquote unter 100 % wäre der Unternehmenswert nur quotal als Wert der Beteiligung anzusetzen. Besondere Eigenschaften des Unternehmensanteils sind ggfs. ergänzend durch Zu- oder Abschläge vom (anteiligen) Ertragswert zu berücksichtigen.

3. Steuerliche Besonderheiten bei der Bewertung

Aus der Notwendigkeit bei der Ermittlung des Ertragswertes einer Beteiligung die individuelle Steuerbelastung des die Beteiligung bilanzierenden Unternehmenseigners zu berücksichtigen, können sich unterschiedliche Wertansätze ergeben, je nachdem ob die Beteiligung - wie in obigem Beispiel – direkt von der Kommune oder nur mittelbar über eine zwischengeschaltete Kapitalgesellschaft gehalten wird.

Ursächlich hierfür ist die unterschiedliche Besteuerung der Gewinnausschüttungen beim Unternehmenseigner. Werden Anteile an Kapitalgesellschaften unmittelbar durch die Kommune gehalten, sind sie in der Regel dem vermögensverwaltenden Bereich zuzuordnen. Wie auch schon unter Geltung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens ist die Körperschaftsteuer auch beim Halbeinkünfteverfahren mit der Kapitalertragsteuer auf die Dividende abgegolten. Die Kapitalertragsteuer beträgt 10 % der Bardividende, wenn die ausschüttende Gesellschaft die Steuer trägt.[6] Wird die zu bewertende Beteiligung hingegen in einer zwischengeschalteten Kapitalgesellschaft gehalten, ist die vereinnahmte Dividende zu 95 % steuerfrei. In unserem Beispiel würde sich die zu diskontierende Nettodividende aufgrund der niedrigeren Steuerbelastung erhöhen, entsprechend würde allerdings auch der Kapitalisierungszinssatz ansteigen. Die bei einer nachfolgenden Weiterreichung der Dividende an die Kommune anfallende Kapitalertragsteuer wäre in diesem Fall im Rahmen der Bewertung nicht mehr zu berücksichtigen, weil die Bewertung auf der Ebene der zwischengeschalteten Kapitalgesellschaft erfolgt, die ihrerseits selbst wieder aus der Sicht der Kommune zu bewerten ist.

Es ist noch weiter zu differenzieren, wenn das Beteiligungsunternehmen (Bewertungsobjekt) nicht in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft, sondern als Personengesellschaft, z.B. als GmbH & Co. KG, betrieben wird. In diesem Fall unterliegt der komplette Gewinn der Personengesellschaft einschließlich des thesaurierten Anteils im Jahr seiner Entstehung beim Gesellschafter der Körperschaftsteuer. Ist die Kommune unmittelbar an einer gewerblichen Personengesellschaft beteiligt, ist sie mit ihrem Mitunternehmeranteil als Betrieb gewerblicher Art unbeschränkt körperschaftsteuerpflichtig. Sie unterliegt damit mit ihren Gewinnanteilen im Jahr der Gewinnentstehung einer Körperschaftsteuerbelastung von 25 %. Soweit die Gewinne nicht den Rücklagen zugeführt wurden, unterliegen sie zusätzlich einer 10 %-igen Kapitalertragsteuer. Werden die Anteile an der Personengesellschaft dagegen über eine Kapitalgesellschaft gehalten, ist nur die Körperschaftsteuerbelastung von 25 % auf der Ebene dieser Gesellschaft zu berücksichtigen.

[6] Auf die Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags wird hier und bei den nachfolgenden Überlegungen aus Vereinfachungsgründen verzichtet.

Weitere steuerliche Besonderheiten können zu beachten sein, wenn eine ertragbringende Beteiligung zulässigerweise in einem dauerdefizitären Betrieb gewerblicher Art gehalten wird.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass die steuerliche Situation für die Bewertung einer Beteiligung nach der Ertragswertmethode sorgfältig zu analysieren ist.

Verfasser:

Dipl.–Kfm. Dr. **Holmer V o g e l** , Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

Partner und Gründungsgesellschafter
der **Sozietät BVNT** Wirtschaftsprüfer und Steuerberater (Köln)

Email-Kontakt: vogel@bvnt.de
Internet: www.bvnt.de

(Rechtsstand: November 2006)