

Besonderheiten bei der Bewertung von Kleinstunternehmen

Einzelfirmen, viele Fragen und einige Antworten



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Professor für Revisions- und Treuhandwesen und leitet das Institut für Finanzmanagement an der Hochschule für Wirtschaft in Basel (FHNW). Nach Studium und Doktorat war Tobias Hüttche für internationale Prüfungsgesellschaften in München und Frankfurt a.M. tätig. Er berät Menschen und Unternehmen bei finanziellen Entscheiden und ist u.a. Gründungs-

partner und Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.



Dr. Fabian Schmid ist promovierter Betriebsökonom und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Seine Themenschwerpunkte umfassen die Bewertung von KMU und die Kapitalkostenbestimmung, zu denen er regelmässig referiert und publiziert. Zudem ist er Gründungspartner und Geschäftsführer der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.

Er bewertet regelmässig KMU und berät Unternehmen bei finanziellen und strategischen Fragestellungen.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	199
2.	Charakterisierung von Kleinstunternehmen	200
3.	Berücksichtigung der Besonderheiten bei der Schätzung des Verkehrswerts von Kleinstunternehmen	202
3.1	Bewertung der übertragbaren Ertragskraft.....	202
3.1.1	Systematik.....	202
3.1.2	Detailplanungszeitraum.....	204
3.1.3	Restwert.....	210
3.2	Kalkulatorische Tätigkeitsvergütung und Steuerposition.....	212
3.3	Annahmen zur Kapitalstruktur und Finanzierung.....	215
3.4	Sonderwerte.....	218
3.4.1	Nicht betrieblich notwendiges Vermögen.....	218
3.4.2	Betrieblich genutzte Immobilien.....	220
4.	Fazit und Zusammenfassung	224
	Literaturverzeichnis	225

1. Einleitung

Kleinst- oder Mikrounternehmen sind die häufigste Form von KMU in der Schweiz: Nahezu 90% aller Unternehmen beschäftigen weniger als zehn Mitarbeitende.¹ Bei der Bewertung von Unternehmen dieser Grösse sind die Emotionen häufig höher als die zur Verfügung stehenden Budgets. Schnell ersetzt dann die Verhandlung über den Preis jede methodische Diskussion über eine Unternehmensbewertung.

Mit einer «Bepreisung» statt einer «Bewertung» ist den Parteien allerdings nur dann gedient, wenn sie sich einig sind bzw. einig werden müssen, wie es etwa bei einem echten Verkauf der Fall ist. Anders sieht es bei sogenannten dominierten Bewertungsanlässen aus: Bei Scheidung oder Erbstreit muss auch für Parteien eine faire Einigung gefunden werden, die sich mit verschiedenen langen Spiessen gegenüberstehen. Hier sorgt der Gesetzgeber für mehr oder weniger genaue Vorgaben und am Ende ein Gericht für einen Interessenausgleich.

Bei solchermassen rechtlich erforderlichen Bewertungen geht es fast immer um die Schätzung eines «Verkehrswerts».² Dabei handelt es sich laut Bundesgericht um «denjenigen Wert, der bei einer Veräusserung im gewöhnlichen Geschäftsverkehr normalerweise zu erzielen wäre. Massgebend ist somit eine technische bzw. rechtlich-objektive und nicht eine subjektiv-wirtschaftliche Betrachtungsweise».³ Es muss also ein Einigungsbereich angenommen, eine Preisfindung simuliert werden.

Treuhänder und Berater sind hier häufig als Schiedsgutachter tätig und sollen einen zwischen beiden Seiten vermittelnden Wert (Schiedswert) schätzen. Dies muss unparteiisch und damit ohne Berücksichtigung der konkreten persönlichen – also subjektiven – Verhältnisse erfolgen. Es sind also Annahmen notwendig. In der Bewertungslehre wird dies auch als objektivierende Bewertung bezeichnet.⁴ Diese ist deswegen so interessant und herausfordernd, weil hier «auf die gesamte [...] Klaviatur der wissenschaftlichen Erkenntnisse zurückgegriffen wird». Dies führt ge-

1 Vgl. dazu und zu den im Folgenden zitierten Zahlen Fust et al., 2020, S. 3. Dieser Beitrag ist eine aktualisierte und erweiterte Fassung von Hüttche/Schmid, 2021a, S. 522 ff.

2 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 24 ff.

3 Bundesgericht, Urteil vom 28.8.2015, 2C_94/2014, E 3.2.

4 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 19 f.

rade in der pragmatisch arbeitenden KMU-Welt mitunter zur Irritation: ein «tragischer Fall unerwideter Liebe»⁵. Insofern ein lohnendes Sujet für das diesjährige Jahrbuch Finanz- und Rechnungswesen.

Im Rahmen des folgenden Beitrags adressieren wir Besonderheiten von Kleinstunternehmen und zeigen, wie diese bei einer Bewertung berücksichtigt werden können. Wir gehen dabei vom Ideal der rechtlich erforderlichen Schätzung des Verkehrswerts eines als Einzelfirma geführten Kleinstunternehmens aus, beispielsweise für den Fall einer Scheidung. In dieser Situation müssen für alle Fragen möglichst verteidigbare und gerichtsfeste Antworten gefunden werden. Vereinfachungen und Abkürzungen für davon abweichende Anwendungsfälle findet die Bewertungspraxis dann von allein.

Methodisch unterstellen wir die *best practice*, also eine Bewertung mit einem DCF-Verfahren. Dies schliesst andere Verfahren – Praktikermethode oder Multiples – natürlich nicht aus. Allerdings sind wir der Überzeugung, dass eine transparente und damit auch vermittelbare Bewertung am besten mit einem DCF-Verfahren gelingt. Werden andere Methoden verwendet, müssen die von uns aufgeworfenen Fragen gleichwohl damit beantwortet werden können.

2. Charakterisierung von Kleinstunternehmen

89,7% aller Unternehmen in der Schweiz sind Kleinstunternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitenden. Betrachtet man die Branchen, so sind diese vor allem im Immobilienwesen, bei den beratenden, künstlerischen, heilenden und pflegenden Berufen sowie in der Landwirtschaft zu finden. Nahezu die Hälfte dieser Unternehmen haben nur einen Beschäftigten, sind also reine «one man/woman shows».⁶

Dies spiegelt sich auch in den Rechtsformen wider: In der Landwirtschaft werden 88% der Kleinstunternehmen als Einzelfirmen geführt, im zweiten und dritten Sektor sind es 48% bzw. 60%.

5 Wollny, 2018, S. 58.

6 Die Angaben zu den Unternehmen mit nur einem Beschäftigten fallen je nach Sektor/Branche etwas unterschiedlich aus. So sind es bei Industrieunternehmen 38%, bei Gewerbeunternehmen 41% und bei Dienstleistungsunternehmen 57% (vgl. Fust et al., 2020, S. 16).

Für die Bewertung von Kleinstunternehmen gibt es – wie bei der Bewertung von KMU ganz allgemein – keine besonderen Bewertungsmethoden. Allerdings sind die Besonderheiten dieser Unternehmen bei deren Bewertung zu berücksichtigen. Nachstehende *Abbildung 1* gibt einen alphabetisch geordneten Überblick über diese Besonderheiten und zeigt, wie bzw. an welcher Stelle diese bei der Bewertung eines KMU zu berücksichtigen sind.⁷

Besonderheit	Auswirkung auf die Bewertung
Datenqualität	Eingeschränkte Aussagefähigkeit der Vergangenheitsdaten, keine oder nur rudimentäre Planungsrechnungen. Bewertende müssen Daten kritischer hinterfragen und Planungen ggf. selbst erstellen.
Diversifikation	Eigentümer von KMU sind in der Regel nicht breit diversifiziert. Inwieweit dies bei der Bemessung der Eigenkapitalkosten zu beachten ist, muss geprüft werden.
Ertragskraft	Die mit den Eigentümern verknüpfte Ertragskraft ist nicht übertragbar. Bewertungsrelevant sind nur die tatsächlich übertragbaren finanziellen Überschüsse.
Finanzierung	Für das Eigen- und eigenkapitalähnliche Fremdkapital (Gesellschafterdarlehen) sind keine Marktdaten verfügbar. Kapitalkosten müssen geschätzt werden.
Kein liquider Markt	Tatsächliche oder vertragliche Verkaufsbeschränkungen vorhanden. Ob diese bewertungsrelevant sind, hängt von der Bewertungsaufgabe ab.
Verknüpfung von Eigentum und Management	Nicht angemessene Vergütungen vermengen Resultate des Arbeits- und Kapitaleinsatzes. Analyse und Planung müssen dies berücksichtigen.
Vermögensstruktur	Keine Identität von Betriebsvermögen und Bewertungseinheit. Abgrenzung und Analyse des betrieblichen Vermögens von grosser Bedeutung.

Abbildung 1: Besonderheiten von KMU und deren Berücksichtigung bei der Bewertung

Der Unterschied zwischen Kleinst- und Kleinunternehmen mag orthografisch gering sein, die mit der Grösse einhergehenden Besonderheiten fallen aber gerade beim kleineren Massstab besonders ins Auge:

- **Datenqualität:** Die mit der Einzelfirma verbundenen buchhalterischen und steuerlichen Besonderheiten erschweren die Modellierung

⁷ Vgl. Hüttche/Schmid, 2019a, S. 1108.

eines DCF-Standardmodells. Stichworte sind hier der kalkulatorische Unternehmerlohn und die Berücksichtigung persönlicher Steuern.

- **Ertragskraft:** Die Personenbezogenheit des Unternehmens fällt bei nur einem Beschäftigten natürlich stärker ins Gewicht. Die Bewertung des Unternehmens ist häufig gleichbedeutend mit der Bewertung des Unternehmers bzw. der Unternehmerin.
- **Vermögensstruktur:** Die Grenzen zwischen betrieblicher und privater Sphäre sind fließend. Dies betrifft die für die Bewertung erforderliche Abgrenzung des betriebsnotwendigen Vermögens ebenso wie die Annahmen zur Kapitalstruktur und Finanzierung. Gerade die Behandlung betrieblich genutzter Immobilien wirft immer wieder Fragen auf. Auch die Fremdfinanzierung einer Einzelfirma ist aufgrund der persönlichen und unbeschränkten Haftung eigentlich eine private Investition des Eigentümers.

Auf diese Besonderheiten – Bewertung der übertragbaren Ertragskraft, Modellierung von Unternehmerlohn und Steuerposition sowie Fragen der Kapitalstruktur und der Behandlung von Sonderwerten (nicht betriebliches Vermögen und Immobilien) – gehen wir im Folgenden ein.

3. Berücksichtigung der Besonderheiten bei der Schätzung des Verkehrswerts von Kleinstunternehmen

3.1 Bewertung der übertragbaren Ertragskraft

3.1.1 Systematik

Bei der Schätzung eines Verkehrswerts wird konzeptionell ein Verkauf des Unternehmens unterstellt, es wird der Betrag gesucht, «der bei einer Veräußerung zu erhalten wäre».⁸ Das bedeutet, dass auch ohne eine tatsächliche Transaktion der Wegfall der bisherigen Eigentümerschaft und der damit verbundenen Ertragskraft modelliert werden muss.

8 Bundesgericht vom 11.7.1991 – 117 II 218, E.4.a.

Dabei können vier Fälle unterschieden werden:⁹

- Bei einer *voll übertragbaren Ertragskraft* geht diese gemeinsam mit dem Eigentum ungeschmälert über. Dies ist bei allen substanz- oder standortbezogenen Geschäftsmodellen der Fall, wie etwa bei Tankstellen, Sonnenstudios, Automatenverkauf, aber auch webbasierten Service- und Verkaufsmodellen. Hier kann auch bei Kleinstunternehmen und Einzelfirmen mit den üblichen Standardverfahren gearbeitet werden.
- Bei einer *eingeschränkt übertragbaren Ertragskraft* fallen bestimmte auf die Erlöse oder Aufwendungen wirkende Faktoren mit dem –gedachten – Verkauf sofort weg. Zu denken ist an die Überlassung von Räumen oder technischem Know-how, die Stellung von Garantien oder Sicherheiten oder dem persönlichen Netzwerk zu Kunden oder Lieferanten. Hier muss der entgeltliche Ersatz der wegfallenden Elemente, also deren Zukauf, einkalkuliert werden. Soweit ein Ersatz nicht möglich ist, müssen die Folgen für die Erlöse geprüft und berücksichtigt werden.
- Der bei Kleinstunternehmen wohl häufigste Fall ist eine nur *temporär übertragbare Ertragskraft*, also ein sukzessives Abschmelzen, wie es beispielsweise bei einem Kundenstamm, einer nicht mehr beworbenen Marke oder einem nicht mehr aktiv verfolgten Geschäftszweig der Fall ist. Auf ein solches Abschmelzmodell wird im Folgenden eingegangen.
- Denkbar ist schliesslich, dass die *Ertragskraft überhaupt nicht übertragbar* ist. Dies kann bei sehr personenbezogenen Dienstleistungen der Fall sein wie etwa in der Spitzengastronomie oder im Spitzensport. Hier ist man schnell beim Substanz- bzw. Liquidationswert, da sich ein gedachter Käufer nur die Frage stellen wird, ob sich ein eigener Aufbau des Geschäfts lohnt («make»?) oder ein Kauf einer bereits bestehenden Infrastruktur sinnvoller ist («buy»?).

Ob und inwieweit die Ertragskraft übertragbar ist, können Bewertende in der Regel auch ohne komplexe Modelle anhand ihrer Erfahrung beurteilen. Um eine solche Einschätzung aber auch verteidigbar und gerichts-fest zu machen, bedarf es einer dokumentierten Analyse. Diese kann zunächst individuell, abgestimmt auf den jeweiligen Einzelfall und ausgehend von den Werttreibern des Geschäftsmodells erfolgen.

⁹ Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 85 ff. m.w.N.

Eine andere – und hier näher vorgestellte – Variante ist ein einfaches Scoring-Modell, das die Bedeutung der Person für den Erfolg des Unternehmens nachvollziehbar belegt. Da wir uns gedanklich in einem DCF-Modell bewegen, stellen wir diese Überlegungen auch getrennt für die Detailplanung und den Restwert an.

3.1.2 Detailplanungszeitraum

Der Ausgangspunkt unserer Überlegungen ist die Annahme, dass die inskünftig geplanten Überschüsse eines Unternehmens auf dessen Kapital und seiner sinnvollen Verwendung beruhen. «Kapital» ist in diesem Zusammenhang nicht eng und buchhalterisch zu verstehen, sondern repräsentiert das von der Person separierbare, auch immaterielle und nicht bilanzierte Vermögen (Kundenstamm, Know-how, Rezepte, Patente etc.). Die Überschüsse können also aufgeteilt werden in eine Vergütung für dieses Kapital (Kapitalkosten) und eine Prämie für den Unternehmer (Übergewinn).

Dieser Übergewinn wird in der Bewertungslehre auch als Goodwill bezeichnet. Historisch geht der Begriff auf Lord Chancellor Eldon zurück, der in einem Rechtsstreit um den Verkauf eines Fuhrgeschäfts schon 1810 feststellte: «Goodwill is nothing more than the probability that the old customers will return to the old place». Der Übergewinn bzw. Goodwill ist dabei nicht an den Ort als solchen gebunden, sondern an die Person oder das Produkt bzw. den Service, den der Kunde an diesem Ort sucht. Der Goodwill bzw. die Prämie für den Unternehmer beinhaltet also eine personenbezogene und eine geschäftsbezogene Komponente.

Diese Unterscheidung ist deswegen von Bedeutung, weil der geschäftsbezogene Goodwill bzw. die geschäftsbezogene Ertragskraft leichter auf einen Käufer übertragen werden kann als der personenbezogene Goodwill bzw. die personenbezogene Ertragskraft. Wertrelevant ist einzig und allein die tatsächlich übertragbare Ertragskraft.

Mit diesen Überlegungen können die geplanten Überschüsse bzw. die Marge für Bewertungszwecke aufgeteilt werden in einen repetitiven, kapital- und geschäftsbezogenen Teil (Vergütung für das Kapital und den geschäftsbezogenen Übergewinn) und in eine personenbezogene Komponente. Sofern angenommen werden muss, dass die personenbezogene Komponente nicht oder nur temporär übertragen werden kann, wird diese entsprechend abgeschmolzen.

Die personenbezogene Marge ist im Grunde eine Vergütung des Unternehmers für alle von ihm erbrachten und nicht explizit und marktüblich bepreisten Leistungen (Know-how, Akquise, Mitarbeiterführung, Netzwerk etc.). Soweit diese vom Verkäufer nicht mehr erbracht werden bzw. in den Gewinnen auch nicht mehr nachhallen, werden ihm diese auch nicht über den Kaufpreis vergütet.

Zur Analyse des personen- bzw. geschäftsbezogenen Teils des Übergewinns stützen wir uns auf das in den USA verwendete und von der Rechtsprechung vieler Bundesstaaten auch anerkannte Multiattribute Utility Model (MUM).¹⁰ Das tönt kompliziert, ist aber in Tat und Wahrheit nur eine Strukturierung der Überlegungen, die auch hierzulande jeder KMU-Bewertende anstellen würde.

Beispielhaft werden drei Kleinstunternehmen betrachtet, die in ihrem Typus das relevante Spektrum einer möglichen Übertragbarkeit der Ertragskraft abbilden.¹¹

Beispiel 1 «Tankstelle»

A besitzt eine Automaten-Tankstelle (24/7-Betrieb). Ausser einer ebenfalls automatisch arbeitenden Waschanlage wird kein Service angeboten. Er tritt als Person allenfalls bei notwendigen Wartungsarbeiten an den Anlagen auf.

Beispiel 2 «Pizzeria»

B betreibt die Pizzeria «Da Capo» an guter Lage in einem Industriequartier. Vor allem Mitarbeitende aus den umliegenden Firmen schätzen den schnellen und günstigen Business Lunch. Seine «Pizza Winkelried» wird in den sozialen Medien sehr gelobt.

Beispiel 3 «Messerschleifer»

C ist als Messerschleifer unter dem Namen «Der scharfe Ruedi» mit seinem Fahrgeschäft auf Festen und Messen in der ganzen Schweiz unterwegs. Seine «Schleif-Shows» sind legendär. Auf Instagram verfolgen 10 000 Follower die Auftritte und Routen.

10 Vgl. Wood, 2007, S. 21 ff.; Wood, 2004, S. 167 ff.

11 Vgl. Hüttche/Schmid, 2019b, S. 84 ff.

Mithilfe eines MUM klassifizieren wir nun anhand einiger Leitfragen die drei Unternehmen (siehe *Abbildung 2*). Ziel ist es, die Marge anteilig dem Einfluss der Person oder dem davon unabhängigen Geschäft zuzuschreiben. Der Fragenkatalog kann beliebig erweitert werden, auch die einfache binäre Zuordnung (1 oder 0) kann feiner skaliert werden.

Attribute	Beschreibung	Personenbezogener Goodwill			Geschäftsbezogener Goodwill		
		Tankstelle	Pizzeria	Schleifer	Tankstelle	Pizzeria	Schleifer
Fähigkeiten und Vorteile	Beruht die Ertragskraft auf den persönlichen Fähigkeiten oder Charakteristika der Produkte?	0	1	1	1	0	0
Alter, Gesundheit, Arbeitsethos	Ist die persönliche Prägung dauerhaft, nachhaltig und spürbar?	0	1	1	1	0	0
Reputation	Beruht die Ertragskraft auf der Reputation des Inhabers oder der Reputation der Firma (Produkte, Services, Mitarbeitende)?	0	0	1	1	1	0
Bindung des Personals	Was hält Mitarbeitende bzw. zieht diese an: die Person oder die Firma?	0	1	1	1	0	0
Firmenname	Ist der Name der Firma personenbezogen oder allgemeingültig?	0	0	1	1	1	0
Marketing und Branding	Wer ist die Marke: der Unternehmer oder das Produkt, der Service?	0	0	1	1	1	0
Kundennähe	Stehen Kunden in engem Kontakt zum Unternehmer?	0	0	1	1	1	0
Wiederkehrende Erlöse	Sind die nachgefragten Produkte und Services weitgehend standardisiert?	0	1	1	1	0	0
Organisationsgrad	Sind Prozesse dokumentiert und von Dritten beherrschbar und reproduzierbar?	0	1	1	1	0	0
Geschützte Rechte	Sind Know-how und Technologien geschützt und übertragbar?	0	0	0	1	1	1
Nennungen insgesamt und absolut		0	5	9	10	5	1
Auf personen- oder geschäftsbezogenen Goodwill (Übergewinn) entfallender Teil		0%	50%	90%	100%	50%	10%

Abbildung 2: Aufteilung in personen- und geschäftsbezogenen Goodwill mittels MUM

In einem zweiten Schritt wird dies in einer der Bewertung zugrunde gelegten Planung umgesetzt. Dabei wird der bewertungsrelevante Überschuss um die wegfallende Ertragskraft reduziert. Bei der «der Bewertung zugrunde gelegten Planung» handelt es sich also um eine Sonderrechnung, die nur das weitere Schicksal des übernommenen Betriebs abbildet. Was der Käufer dann daraus macht, ist allein seine Sache in dem Sinne, als der durch ihn geschaffene Wert allein ihm zusteht und dem Verkäufer nicht bezahlt wird.

In den gewählten Beispielen ist das investierte Kapital – genauer gesagt seine Rendite – ein Aufteilungsmaßstab für die übertragbare und nicht übertragbare Ertragskraft. Dies ist dann sachgerecht, wenn die Ertragskraft eben auch durch einen oder mehrere und unter Umständen selbst geschaffene Vermögenswerte bestimmt ist, wie eben hier die Infrastruktur und Einrichtung der Tankstelle und der Pizzeria bzw. das Fahrgeschäft des Messerschleifers. Alternativ kann auch ohne Umweg über das Kapital und seine Verzinsung einfach die Marge reduziert werden. Dies wäre auch dann geboten, wenn es sich um ein Geschäftsmodell ohne jedes oder ohne übertragbares Kapital handelt.

Über welchen Zeitraum sich der personenbezogene Einfluss des Verkäufers verflüchtigt, hängt vom Geschäftsmodell ab: Dies mag bei einem Zahnarzt oder Schönheitschirurgen, die buchstäblich noch Hand an die Kunden legen, schneller gehen als bei einem Radiologen oder bei Fitnessstudios. Orientierung geben die steuerlichen Vorschriften zur Abschreibung eines Goodwills, die üblicherweise von fünf Jahren ausgehen.

In Fortführung der vorstehenden drei Konstellationen wird nun eine dem jeweiligen Fall entsprechende Planung entwickelt (siehe *Abbildung 3*). Dabei wird bei der Tankstelle und der Pizzeria davon ausgegangen, dass die den Kapitalkosten und dem geschäftsbezogenen Goodwill entsprechende Marge voll übertragbar ist und der personenbezogene Goodwill über fünf Jahre vollständig verschwindet. Für den Fall des Messerschleifers wird das Abschmelzen sämtlicher Übergewinne bis zum Ende des Detailplanungszeitraums unterstellt.

Um unser Anliegen nicht zu verdecken, treffen wir nur die nötigsten Annahmen zu den Umsatzerlösen (jeweils 1250 p.a.), der EBIT-Marge

(15%), den Kapitalkosten (10%), dem investierten Kapital zum Bewertungsstichtag (500) und dem Steuersatz (20%). Diese Parameter lassen wir aus Gründen der Übersichtlichkeit unverändert.

Die auf das Kapital entfallende Marge von 5% entspricht der bei Kapitalkosten von 10% auf das eingesetzte Kapital von 500 zu erwirtschaftenden Gewinngrösse von 50 ($500 \times 0,1$). Dies erfordert bei einem Steuersatz von 20% einen EBIT von 62,5. Setzt man diesen EBIT ins Verhältnis zum Umsatz von 1250, resultiert eine EBIT-Marge von 5%.

Der Net Operating Profit after Taxes (NOPAT) entspricht – da keine Verschuldung angenommen wird – dem Reingewinn. Diese Grösse wird dann mit den Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Trotz identischer Annahmen unterscheiden sich die jeweiligen Wertbeiträge aus dem Detailplanungszeitraum je nach Geschäftsmodell erheblich, da die nicht übertragbare Ertragskraft herausmodelliert wird.

Beispiel 1 «Tankstelle»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
• davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
• davon personenbezogen	0%	0%	0%	0%	0%
• davon geschäftsbezogen	10%	10%	10%	10%	10%
EBIT-Marge übertragbar	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT übertragbar	188	188	188	188	188
• Steuern (20%)	-38	-38	-38	-38	-38
NOPAT übertragbar	150	150	150	150	150
Barwerte (Diskontierung @ 10%)	136	124	113	102	93
Wertbeitrag aus der Detailplanung	569				

Beispiel 2 «Pizzeria»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
• davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
• davon personenbezogen	5%	4%	3%	2%	1%
• davon geschäftsbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
EBIT-Marge übertragbar	15%	14%	13%	12%	11%
EBIT übertragbar	188	175	163	150	138
• Steuern (20%)	-38	-35	-33	-30	-28
NOPAT übertragbar	150	140	130	120	110
Barwerte (Diskontierung @ 10%)	136	116	98	82	68
Wertbeitrag aus der Detailplanung	500				

Beispiel 3 «Messerschleifer»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
• davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
• davon personenbezogen	9%	6%	4%	2%	0%
• davon geschäftsbezogen	1%	1%	1%	0%	0%
EBIT-Marge übertragbar	15%	12%	10%	7%	5%
EBIT übertragbar	188	150	125	88	63
• Steuern (20%)	-38	-30	-25	-18	-13
NOPAT übertragbar	150	120	100	70	50
Barwerte (Diskontierung @ 10%)	136	99	75	48	31
Wertbeitrag aus der Detailplanung	390				

Abbildung 3: Abschmelzen der nicht übertragbaren Ertragskraft im Detailplanungszeitraum

Die vorstehenden Überlegungen fokussieren auf den personenbezogenen Teil des Erfolgs. Ob und inwieweit die geschäftsbezogene Marge abgeschmolzen wird, hängt von der Resilienz, also der Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells gegenüber Konkurrenten ab. Überrenditen sind –

so jedenfalls die Meinung – nur zeitweise möglich.¹² Im Einzelfall mag es auch einem KMU gelingen, dauerhafte Überrenditen zu erzielen, dies sollte aber genau analysiert und begründet werden.

3.1.3 Restwert

Die für den Detailplanungszeitraum gemachten Überlegungen sind auch für den Restwert relevant. Bei einem KMU wird dann in den Restwert übergeleitet werden können, wenn die personenbezogenen Übergewinne abgeschmolzen wurden und sich das Unternehmen auf einem nachhaltigen, von der Person des Verkäufers unabhängigen Renditeniveau bewegt.

Nun zur Art und Weise, wie ein plausibler Restwert abgeleitet werden kann. Die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse sieht hier drei Varianten vor: (1) Fortschreibung der Detailplanung, (2) Wertfaktorenmodell oder (3) Liquidations- bzw. Ausstiegswert.¹³ Dabei handelt es sich nicht um Alternativen, sondern Lösungen, die dem jeweiligen Einzelfall Rechnung tragen müssen.

So ist die Fortschreibung der Detailplanung dann sachgerecht, wenn das letzte Jahr des Planungszeitraums auch repräsentativ ist, und zwar bezüglich Marge, Rendite, Investitions-/Abschreibungsverhältnis und Wachstum. Dies setzt eine kontinuierliche Unternehmensentwicklung voraus, einen bedeutend geschäftsbezogenen Goodwill und eine nachhaltig verteidigbare Marge (Resilienz). Dies wäre beispielsweise bei Unternehmen vom Typus «Tankstelle» (Beispiel 1) am ehesten der Fall. Angenommen werden kann hier auch ein weiteres kontinuierliches Wachstum (ausgedrückt mit der Wachstumsrate g).¹⁴

Allerdings werden nur wenige Kleinstunternehmen ein auf ewig stabiles Geschäftsmodell haben. Da dann aus der Detailplanung nicht auf die Ewigkeit geschlossen werden kann, sind eigenständige Überlegungen zu den Bedingungen von Wachstum und Rendite sowie den dazu erforderlichen Investitionen anzustellen. Hierzu eignen sich Wertfaktorenmodelle,

¹² Vgl. Stigler, 1963, S. 54.

¹³ Vgl. EXPERTsuisse, 2018, Rz. 96–100.

¹⁴ Im gewählten Beispiel der Tankstelle dient der Ansatz einer Wachstumsrate nur einem methodischen Zweck. Konkret müsste man natürlich gute Gründe dafür finden, warum man im Detailplanungszeitraum von gleichbleibenden Erlösen ausgeht, diese aber im Restwertzeitraum ewig wachsen lässt.

die mit nur zwei Annahmen (nämlich zum Wachstum und der nachhaltigen Kapitalrendite) zu brauchbaren Ergebnissen führen.¹⁵ Charmant ist deren Einfachheit: Nimmt man – was durchaus plausibel ist – an, dass kein Unternehmen dauerhaft Überrenditen erwirtschaften kann, benötigt man keine Annahmen zum Wachstum und zu den Investitionen. Denn sofern das Unternehmen nur seine Kapitalkosten verdient, schafft Wachstum keine Werte (mehr). Der Restwert entspricht einfach dem Barwert (Kapitalisierung) des nachhaltig geschätzten NOPAT. Naheliegender wäre ein solcher Ansatz bei Unternehmen vom Typus «Pizzeria» (Beispiel 2), die in einem kompetitiven Umfeld tätig sind.

Am anderen Ende des Spektrums stehen Unternehmen, bei denen der Erfolg fast ausschliesslich personenbezogen ist, wie der Typus «Messerschleifer» (Beispiel 3). Ohne den persönlichen Faktor sind diese Unternehmen nur eine Sammlung von Vermögenswerten und Schulden. In diesem Fall kann als Restwert der Substanzwert bzw. das investierte Kapital am Ende des Detailplanungszeitraums angenommen werden. Bewertungstechnisch wird damit unterstellt, dass das Unternehmen nur noch die Kapitalkosten auf das investierte Kapital verdient (die ewige Rente der auf das investierte Kapital verrechneten Kapitalkosten $[50/0,1]$ entspricht ja diesem).

In nachfolgender *Abbildung 4* sind die Restwerte – per Ende Detailplanungszeitraum und abgezinst auf den Bewertungsstichtag – für die drei beispielhaften Kleinstunternehmen dargestellt:

15 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 103 m.w.N.

Beispiel und Typus	Berechnung	Ökonomische Begründung	Restwert	Restwert am Stichtag
«Tankstelle»	NOPAT ¹	Das Unternehmen erzielt nachhaltig eine Überrendite und wächst ertragreich mit einer (hier angenommenen) Wachstumsrate g von 1%.	1667	1035
	WACC- g			
«Pizzeria»	NOPAT	Das Unternehmen erzielt nur noch auf dem vorhandenen Kapital Überrenditen, auf alle weiteren Investitionen werden nur die Kapitalkosten verdient.	1100	683
	WACC			
«Messerschleifer»	IC	Das Unternehmen verdient nur die Kapitalkosten auf das gesamte eingesetzte Kapital.	500	310

1 Richtigerweise müsste – da ein Wachstum unterstellt wird – mit dem Free Cashflow (FCF) und nicht dem NOPAT gearbeitet werden. Da wir bei den vorgängigen Beispielen NOPAT und FCF als identisch angenommen haben, behalten wir diese Vereinfachung auch hier bei.

Abbildung 4: Varianten der Restwertberechnung

Auch hier sei nochmals darauf hingewiesen: Die Berechnungen sind keine vollständigen Unternehmensplanungen, sondern daraus abgeleitete Sonderrechnungen für die Bewertung! Der gedachte Erwerber des Schleifgeschäfts aus Beispiel 3 mag nach fünf Jahren florieren, einen erfolgreichen Webshop und mittlerweile zehn Mitarbeitende haben. Diese Entwicklung beruht jedoch auf dem Einsatz und Geschick des Käufers, für den dieser nichts zu zahlen bereit ist.

3.2 Kalkulatorische Tätigkeitsvergütung und Steuerposition

Das dargestellte Abschmelzmodell berücksichtigt den mit der Person des ausscheidenden Eigentümers verbundenen Erfolg. Dabei handelt es sich um Leistungen, die nur von genau dieser Person erbracht werden können, also eben Kundenpflege, besondere Fertigkeiten oder Kenntnisse, ausgedehntes Netzwerk etc.

Werden dafür – oder auch für andere mit der Geschäftsführung zusammenhängende Tätigkeiten – Vergütungen bezahlt, gelten diese buchhalterisch und steuerlich bei einer Einzelfirma als Gewinnverwendung und

schmäleren nicht den Gewinn. Diesem Umstand wird bei Analysen, Berechnungen und Bewertungen üblicherweise durch den Ansatz eines kalkulatorischen Unternehmerlohns Rechnung getragen. Dabei ist die Unterscheidung zwischen den mit der Person verbundenen Tätigkeiten und solchen, die auch von einem entsprechend qualifizierten Dritten erbracht werden können, wichtig: Erstere werden durch den Gewinn abgegolten und nur Letztere mit dem kalkulatorischen Unternehmerlohn abgedeckt.

Die Bezeichnung «Unternehmerlohn» ist hier irreführend. Für Zwecke der Bewertung geht es im Grunde um den Ansatz einer marktüblichen Vergütung für eine nicht am Unternehmen beteiligte Geschäftsführung. Dies entspricht auch der Logik des DCF-Modells, das nur den Einsatz von Kapital über die Kapitalkosten berücksichtigt und im Übrigen davon ausgeht, dass alle weiteren Beiträge des Inhabers auch gesondert vergütet werden.

Diese Sichtweise – also Annahme einer Vergütung für einen fremden Dritten – gilt auch für die Modellierung der Steuerposition, bei der die steuerliche Abzugsfähigkeit der Beträge zu unterstellen ist. Die steuerrechtliche und bewertungstechnische Optik weicht also voneinander ab:

Beispiel

Die als Einzelfirma geführte Messerschleiferei weist einen Reingewinn von CHF 257 500.– aus. Der aktuelle Eigentümer trägt bei einem Steuersatz von 20% eine persönliche Steuer von CHF 51 500.–. Für Zwecke der Bewertung wird nun eine Fremdgeschäftsführung unterstellt (der mittlere Lohn eines angestellten Geschäftsleiters liegt bei CHF 70 000.–). Der Gewinn sinkt dadurch um CHF 70 000.–, die Steuerbelastung um CHF 14 000.– (20% auf CHF 70 000.–), sodass sich der bewertungsrelevante Überschuss nun auf CHF 150 000.– beläuft.

Steuerrechtlich vorbelastete Leser werden nun den Finger heben und anmerken, dass sich bei einer – wenn auch angenommenen – Reduktion des Reingewinns auch der Steuersatz ändern muss. Damit sind wir nun bei den steuerlichen Fragen angelangt.

Zunächst zu den grundsätzlichen Dingen, nämlich der Frage, ob und inwieweit persönliche Steuern überhaupt bei der Bewertung einer Einzelfirma zu berücksichtigen sind. Dagegen spricht, dass Unternehmensbewertungen in der Schweiz grundsätzlich vor persönlichen Steuern erfolgen. Da betriebliche Steuern der juristischen Personen jedoch zu

berücksichtigen sind, sieht die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse vor, dass «bei der Bewertung einer Einzelunternehmung [...] vereinfachend die persönliche Steuer an die Stelle der betrieblichen Steuer treten»¹⁶ kann. Indem die persönliche Steuer als betriebliche Steuer interpretiert wird, bedarf es auch keiner Anpassung der Kapitalkosten. Denn würde man «über dem Strich» nach persönlichen Steuern rechnen, müsste man dies auch «unter dem Strich» mit Renditeerwartungen nach Steuern tun.

Nun zum Steuersatz: Bei einer realen Transaktion sind die Parteien, deren steuerliche Situation und deren Steuersatz bekannt bzw. ermittelbar. Im hier vorliegenden Fall, bei der Schätzung eines Verkehrswerts, wird ein Verkauf angenommen. Mehr, als dass der angenommene Käufer «markttypisch» ist, ist über diesen nicht bekannt.¹⁷ Bei der Schätzung eines objektivierten Werts bedarf es also weiterer Annahmen.

Nicht abwegig wird es sein, dabei von einer natürlichen Person auszugehen, die in der Schweiz ansässig und unbeschränkt steuerpflichtig ist. Bei diesen Daten erscheint die Annahme eines typisierten Steuersatzes von 20% praktikabel und vermittelbar.

Dies gilt auch für die Kapitalkosten, d.h., auch für den Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung kann der persönliche, typisierte Steuersatz von 20% angesetzt werden. Sofern die Eigenkapitalkosten aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden, werden die dort einflussenden Unternehmenssteuersätze davon abweichen. Diese Differenzen werden sich angesichts der weiteren Bearbeitungsschritte nicht wesentlich auf das Ergebnis auswirken.¹⁸

Eine weitere Frage betrifft die Steuerfolgen einer angenommenen Veräusserung. Bei einer realen Transaktion werden diese auf beiden Seiten mitgedacht. Bei einem lediglich angenommenen Verkauf bedarf es wiederum einer Annahme zu den Wertvorstellungen von Käufer und Verkäufer, aus denen sich dann der Einigungsbereich ergibt, innerhalb dessen der Preis liegt.

16 EXPERTsuisse, 2018, Rz. 44.

17 Zu dieser und weiteren Annahmen vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 20.

18 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 58.

Beginnen wir beim Käufer. Da es sich beim Erwerb einer Einzelfirma stets um einen *asset deal* handelt, kann dieser seine Anschaffungskosten abschreiben und den Kaufpreis damit steuerlich geltend machen. Dieser Steuervorteil, der sogenannte *tax amortization benefit* (TAB), erhöht den Wert aus Käufersicht. Umgekehrt verhält es sich beim Verkäufer, soweit dieser einen Veräußerungsgewinn versteuern muss. Aus seiner Sicht verringert die Steuerbelastung den Unternehmenswert. Beide Effekte sind also gegenläufig, bei Kleinstunternehmen betragsmässig eher übersichtlich und zeitlich absehbar. In diesen Fällen kann aus Vereinfachungsgründen von einer expliziten Berücksichtigung der transaktionsbedingten Steuerfolgen abgesehen werden.¹⁹

Beispiel

Der Verkehrswert einer Einzelfirma wird auf 1000 geschätzt. Verkauft werden nur abnutzbare Vermögenswerte. Der Käufer kann diese abschreiben, was bei einem Steuersatz von 20% einen Steuervorteil von 200 bringt. Seine Wertvorstellung liegt entsprechend bei 1200. Nimmt man vereinfachend für den Verkäufer entsprechende Steuerfolgen an (Veräußerungsgewinn 1000, Steuersatz 20%), so liegt seine Wertvorstellung bei 800. Unter diesen Bedingungen liegt der Verkehrswert genau in der Mitte der Wertvorstellungen beider Parteien.

Wohlgemerkt, dies ist eine vereinfachende Annahme zur Schätzung eines objektivierten Verkehrswerts, bei dem die Parteien entweder keine Wertvorstellungen äussern oder – wie in einem Scheidungsfall zu befürchten – diesen womöglich sachfremde Motive zu unterstellen sind. Geht es um eine subjektive Bewertung im Rahmen der Beratung einer Seite, ist eine individuelle und detaillierte Berechnung erforderlich. Im Falle einer Schlichtung, eines Schiedswerts und einer vermittelnden Position, mag die getroffene Annahme allfällige langwierige Diskussionen zu verkürzen.

3.3 Annahmen zur Kapitalstruktur und Finanzierung

Zur Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse bedarf es eines Abzinsungssatzes, dessen Höhe sich an den Renditeerwartungen der Kapitalgeber orientiert. Zur Schätzung dieser Kapitalkosten müssen zunächst die Eigen- und Fremdkapitalkosten bestimmt werden. Deren

¹⁹ So auch IDW, 2016, S 13, Rz. 41, mit einer entsprechend vereinfachenden Annahme.

Höhe ist u.a. vom Mischungsverhältnis zwischen beiden Kapitalformen abhängig, also von der Kapitalstruktur. Je nach Bewertungsaufgabe und -zweck kann man hier auf die aktuelle Situation, die geplante Kapitalstruktur oder branchenübliche Werte abstellen.²⁰

Nun sind jedoch auch hier die Besonderheiten bei Kleinstunternehmen zu beachten, speziell, wenn diese als Einzelfirma organisiert sind. Beim Verkauf einer Einzelfirma handelt es sich um einen *asset deal*. Zwar werden häufig auch operative Verbindlichkeiten als Teil des *working capital* mit übernommen, echte Finanzschulden wie etwa Bankdarlehen verbleiben jedoch beim Verkäufer oder werden im Zuge der Transaktion «erledigt». Am Ende wird also nur ein operatives Geschäft verkauft, für dessen Finanzierung dann der Käufer Sorge tragen muss. Wie der aktuelle Inhaber sein Unternehmen finanziert hat, ist auch aus konzeptioneller Sicht unbeachtlich, denn eine objektivierende Bewertung stellt auf «typische» Verhältnisse ab. Sind die tatsächlichen Umstände andere (z.B. Finanzierung nur mit Eigenkapital oder ungewöhnlich hohe Verschuldung), so ist dies Ausdruck einer – unbeachtlichen – individuellen Präferenz.²¹

Ein reiner *asset deal* ist bewertungstheoretisch ein Glücksfall, da – wenn tatsächlich nur operative Vermögenswerte übergehen – auch zunächst nur der Wert dieses operativen Geschäfts bestimmt werden muss. Dabei sind ausschliesslich dessen operative Risiken, nicht jedoch die finanziellen Risiken relevant. Erst in einem zweiten Schritt geht es bei der Bewertung dann um die Finanzierung und deren Wertrelevanz. Dies entspricht in vielen Fällen auch dem tatsächlichen Geschehen bei einer Transaktion: Besteht grundsätzlich Einigkeit über den Wert, geht es an die Suche nach einer möglichen Finanzierung, die – neben anderen Aspekten – dann auch wieder Rückwirkung auf den Preis hat.

Ideal für die Abbildung und Bewertung dieser Überlegungen ist der Adjusted Present Value (APV)-Ansatz. Dieses Verfahren zeigt die Komponenten des Unternehmenswerts jeweils getrennt, nämlich den Wert des operativen Geschäfts und den Wertbeitrag der Finanzierung (der sich ja aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der gezahlten Zinsen ergibt). Dies ist erheblich transparenter als die DCF-Methode, bei welcher der Effekt

20 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 127 f.

21 Vgl. IDW Praxishinweis 2/2018, Rz. 50.

der Finanzierung ausgeblendet bzw. verdeckt wird. Dies mag auch ein Grund für eine gewisse Zurückhaltung in der Praxis sein, wo man über das operative Geschäft ohnehin lange diskutiert und nun nicht noch die Finanzierung mit verhandeln will.

Beispiel

Der nachhaltige und übertragbare EBIT der obigen Messerschleiferei wird auf CHF 62 500.- geschätzt. Bei einem Steuersatz von 20% ergibt sich ein bewertungsrelevanter Überschuss von CHF 50 000.-. Würde dieses Geschäft nun ausschliesslich mit Eigenkapital finanziert, ergäbe sich – wenn man mit entsprechend unverschuldeten Eigenkapitalkosten von angenommen 10,87% rechnet – ein Gesamtwert von CHF 460 000.- ($50\,000.- / 0,1087$).

Nun liegt dem Käufer eine Finanzierungszusage bis CHF 200 000.- zu 5% vor. Nimmt man diese als Finanzschulden an, so ergibt sich ein wertmässiger Steuervorteil der Fremdfinanzierung von CHF 40 000.- ($200\,000.- \times 0,05 \times 0,2 / 0,05$). Da sich der Unternehmenswert aus dem unverschuldeten Wert der operativen Tätigkeit und dem Tax Shield der Fremdfinanzierung ergibt, beträgt dieser bei angenommener Finanzierung nun CHF 460 000.- (Wert unverschuldete Unternehmung), zuzüglich CHF 40 000.- (Wert Tax Shield), total also CHF 500 000.-.

In einem DCF-Modell würden diese Komponenten verdeckt werden. Hier würde der bewertungsrelevante Überschuss von CHF 50 000.- in einem Schritt mit den gewogenen Kapitalkosten (WACC) von 10% abgezinst, woraus sich ebenfalls der Gesamtwert von CHF 500 000.- ergeben hätte.

Wir haben im obigen Beispiel angenommen, dass eine Finanzierungszusage vorliegt, also die Höhe des Fremdkapitals bekannt ist. Wie ist nun bei einer objektivierten Bewertung zu verfahren, wenn der Verkauf eben nur angenommen wird?

Geht es um die objektivierte Ermittlung eines Verkehrswerts, ist auch bei der Frage der Finanzierung auf den markttypischen Erwerber abzustellen, der «sein» Unternehmen auch markttypisch finanziert. Dieser Grundsatz führt bei grösseren Unternehmen schnell auf den Kapitalmarkt, zu kotierten Unternehmen und den Verhältnissen bei vergleichbaren Unternehmen, eben einer Peer-Group.

Bei Kleinstunternehmen und vor allem Einzelfirmen liegen die Dinge anders. Der Zugang zu externem Eigenkapital ist ihnen in der Regel verschlossen, und auch die Kreditfähigkeit und -würdigkeit nimmt mit der Unternehmensgrösse ab. Weiter sind Vorstellungen von festen Kapitalstrukturen gerade bei kleinen Unternehmen wenig verbreitet bzw. die

tatsächliche Kapitalstruktur recht volatil.²² Zur Erklärung von Finanzierungsentscheidungen bei KMU gilt weiter die Pecking-Order-Theorie als tauglich, nach der Unternehmen die zunächst leicht erreichbaren Finanzierungsquellen nutzen (Finanzierung aus dem Cashflow bzw. kurzfristigen Verbindlichkeiten) und erst dann zu verzinslichem Fremdkapital bzw. externem Eigenkapital greifen.²³

Vor diesem Hintergrund wird man wohl davon ausgehen können, dass der typische Erwerber eines Kleinstunternehmens den Kaufpreis vorrangig mit Eigenkapital bzw. zu maximal 40–60% mit einem Bankdarlehen finanziert. Ein Verschuldungsgrad von 1,0, also eine je hälftige Finanzierung des Erwerbs mit Eigen- und Fremdkapital, erscheint also bei einer objektivierten Bewertung plausibel und vertretbar.

Die in der Praxis verbreiteten Verkäuferdarlehen gelten zwar auch als Fremdkapital, sind aber üblicherweise nur komplementär und weder marktgerecht verzinst noch gesichert. Sind sie auch noch nachrangig, handelt es sich bewertungstechnisch eher um Eigenkapital. Sie bleiben daher bei der Bewertung aussen vor.

3.4 Sonderwerte

3.4.1 Nicht betrieblich notwendiges Vermögen

Das DCF-Bewertungsmodell bewertet den operativen Betrieb und das operativ tätige Unternehmen. Der Wert der dabei eingesetzten Vermögenswerte und Schulden – Vorräte, Kreditoren, Debitoren etc. – geht in diesem Unternehmenswert auf.

Daneben existieren in fast jedem Unternehmen Sonderwerte. Dazu gehören einmal Vermögenswerte und Schulden, die nicht betrieblich notwendig sind. Dabei handelt es sich üblicherweise um überschüssige liquide Mittel, Wertschriften oder zu Wohnzwecken genutzte bzw. nicht betrieblich genutzte Liegenschaften oder Reservegrundstücke. Sonderwerte sind aber auch solche Vermögenswerte, deren Nutzung zwar betrieblich notwendig ist, die dafür aber nicht notwendigerweise auch im

22 Vgl. Gstöttner, 2020, der neben einer eigenen empirischen Untersuchung 80 weitere Forschungsbeiträge ausgewertet hat.

23 Vgl. Gstöttner, 2020, S. 88; Börner/Grichnik/Reize, 2010, S. 247.

Eigentum des Unternehmens stehen müssen. So können nahezu alle langlebigen Produktionsmittel gekauft oder gemietet werden.

Bei einer effektiven Transaktion ist die Abgrenzung des übergehenden Vermögens Verhandlungssache. Bei der Schätzung eines Verkehrswerts im Rahmen einer objektivierten Bewertung müssen hingegen Annahmen getroffen werden. Wenden wir uns zunächst der Abgrenzung des betrieblich notwendigen Vermögens zu.

Ob Vermögen notwendig ist oder nicht, wird grundsätzlich funktional abgegrenzt: Nicht notwendiges Vermögen zeichnet sich dadurch aus, dass es veräussert werden kann, ohne dass davon der eigentliche Geschäftszweck beeinträchtigt wird.²⁴ Die Abgrenzung kann hilfsweise auch wertmässig erfolgen: Danach rentiert sich nicht notwendiges Vermögen üblicherweise weniger als das notwendige Vermögen.

Für eine funktionale Abgrenzung kommt es nicht darauf an, ob die Veräusserung tatsächlich geplant ist. Auch die Tatsache, dass Vermögenswerte tatsächlich genutzt werden, ist für sich genommen noch nicht ausreichend.

Soweit das Bundesgericht erkennbar zum betrieblich nicht notwendigen Vermögen Stellung genommen hat, so erfolgte dies einmal recht kleinteilig mit eher anekdotischer Evidenz (Wein, der von einem Weinbaubetrieb für Degustationen verwendet wird, qualifiziert danach als nicht betriebsnotwendig).²⁵ Ein weiteres Urteil wendet eine der funktionalen Abgrenzung ähnliche Argumentation an (nicht operativ benötigte und an Dritte vermietete Räumlichkeiten wurden als nicht betriebsnotwendig angesehen).²⁶ Weitergehend wurden dort auch wertmässige Rückwirkungen auf das operative Geschäft für ausreichend gehalten, die betriebliche Notwendigkeit zu begründen: Im konkreten Fall wurden zwei über einem Garagenbetrieb gelegene Wohnungen als betriebsnotwendig anerkannt, da «es nicht auszuschliessen (sei), dass im Falle eines Verkaufes des Unternehmens gerade diese Abtrennung dem Verkäufer als erhebliche Entwertung entgegengehalten wird».²⁷

24 Vgl. EXPERTsuisse, 2018, Rz. 43.

25 Vgl. Bundesgericht vom 10.2.2012 – 5A_636/2011, BGE 138 III 193.

26 Vgl. Bundesgericht vom 3.4.2001 – 4C.363/2000, E 4.a.

27 Bundesgericht vom 3.4.2001 – 4C.363/2000, E 4.a.

Die Bewertung des nicht notwendigen Vermögens erfolgt zum geschätzten Nettoveräußerungserlös, also dem geschätzten Verkaufspreis abzüglich Verkaufskosten und der darauf entfallenden Steuern. Bei der Schätzung des Preises ist die angenommene Verkaufsgeschwindigkeit von Bedeutung. Bei der Ermittlung subjektiver Werte wird man dabei auf die konkreten Planungen abstellen bzw. im Übrigen einen Verkauf im normalen Geschäftsgang unterstellen können. Ähnliches gilt laut Bundesgericht auch bei der Berechnung objektivierter Werte.²⁸ Kurzfristig und mit einem Abschlag zu realisierende Liquidations- oder Occasionswerte sind dann massgeblich, wenn die Veräußerung zum Bewertungsstichtag geplant oder unausweichlich war. Ansonsten kann «auf einen unter normalen Umständen und ohne Rücksicht auf persönliche Verhältnisse erzielbaren Verkaufspreis»²⁹ abgestellt werden.

3.4.2 Betrieblich genutzte Immobilien

Etwas komplizierter liegen die Dinge bei der zweiten Klasse von Sonderwerten, insbesondere den betrieblich notwendigen und betrieblich genutzten Immobilien. Diese sind häufig Anlass, sich über strukturelle Veränderungen Gedanken zu machen, namentlich einer Trennung von operativem Betrieb und Immobilienbesitz.

Auch hier gilt zunächst, dass dies bei einer effektiven Transaktion Sache der Parteien ist. Was dabei ob und wie übergeht und wie bewertet wird, ist Verhandlungssache.

Bei der objektivierten Schätzung eines Verkehrswerts müssen hingegen Annahmen getroffen werden. Dabei ist das Unternehmen zu bewerten, «wie es steht und liegt». Angenommene Optimierungen dürfen nicht zu dessen vollständiger Veränderung und zu einer anderen Risikostruktur führen, was bei einer Trennung in Betriebs- und Besitzgesellschaft wohl der Fall wäre. Auch ein blosser Verweis auf das «Übliche» reicht u.E. nicht aus. Ferner sind individuelle Vereinbarungen zu beachten: Dient die Immobilie als Sicherheit für betriebliche Kredite, muss diese auch im Eigentum des Unternehmens verbleiben.

28 Vgl. Bundesgericht vom 14.9.2010 – 5A_405/2010, E. 4.3.

29 Bundesgericht vom 14.9.2010 – 5A_405/2010, E. 4.3.

Auf der anderen Seite halten mit den internationalen Standards zur Rechnungslegung (IFRS) und zur Bewertung (IVS) auch das Konzept des «highest and best use» (IFRS 13.27) und die Sicht des «markttypischen Erwerbers» (IVS 104 Rz. 30.4) bei der Berechnung von Verkehrswerten Einzug. Danach wäre die bestmögliche Nutzung der Immobilie zu unterstellen. Eine tatsächlich und aktuell suboptimale Verwendung würde danach auf nicht wirtschaftlichen Motiven der Eigentümer beruhen, die entsprechend diesem eigen, subjektiv und damit bei einer objektivierenden Sichtweise unbeachtlich sind.

Solche Überlegungen sind allerdings nur dann von Bedeutung, wenn sich daraus wertmässige Konsequenzen ergeben. Daher widmen wir uns zunächst mit einem einfachen Beispiel der Bewertung zu und kommen dann darauf zurück.

Beispiel

Eine als Einzelfirma betriebene Bäckerei hält eine betrieblich genutzte Immobilie (Ladenlokal, Lager und Backstube) im Geschäftsvermögen. Für eine vergleichbare Liegenschaft wäre eine jährliche Miete von CHF 55 000.– zu zahlen. Der Wert der Liegenschaft im Rahmen seiner aktuellen unternehmerischen Verwendung ergibt sich dann durch Abzinsung dieser kalkulatorischen Miete abzüglich angenommener Aufwände von CHF 10 000.– und Steuern von 20% mit den Kapitalkosten des Betriebs von 12%, also hier mit CHF 300 000.– (CHF 36 000.– / 0,12). Die Berechnungen erfolgen vereinfacht und als ewige Rente (siehe Abbildung 5).³⁰

30 Um unser Anliegen nicht zu verdecken, rechnen wir in diesem einfachen Beispiel ohne Finanzschulden, sodass die gewogenen Kapitalkosten (WACC) den unverschuldeten Eigenkapitalkosten des Betriebs entsprechen. Bei Fremdfinanzierung wären zusätzliche Annahmen zur Finanzierung des Vermögenswerts zu treffen. Die direkte Berechnung mit einem Flow-to-Equity-Ansatz stösst aufgrund der immanenten Saldierung von Vermögen und Schulden auf Bedenken (vgl. Schüler, 2020, S. 374).

Bilanz	Inkl. Immobilie	Immobilie	Exkl. Immobilie
Vermögenswerte	600		600
<i>Immobilie</i>	<i>200</i>	<i>200</i>	
Aktiven	800	200	600
Eigenkapital	800	200	600
Passiven	800	200	600

Erfolgsrechnung	Inkl. Immobilie	Immobilie	Exkl. Immobilie
Umsatz	2 000		2 000
Betriebsaufwände	-1 800		-1 800
<i>Miete (kalkulatorisch)</i>		<i>55</i>	<i>-55</i>
EBITDA	200	55	145
Abschreibungen mobile Sachanlagen	-40		-40
<i>Abschreibungen Immobilie</i>	<i>-10</i>	<i>-10</i>	
EBIT/EBT	150	45	105
Steuern (20%)	-30	-9	-21
Reingewinn	120	36	84

Kapitalkosten Gesamtbetrieb (inkl. Immobilie)			
Kapitalkosten	12%		
Steuersatz	20%		

Unterschiedliche Berücksichtigung der Immobilie (als Teil des Betriebs und separat)			
EBIT	150	45	105
<i>./. Steuern (20% vom EBIT)</i>	<i>-30</i>	<i>-9</i>	<i>-21</i>
NOPAT	120	36	84
+ Abschreibungen	50	10	40
<i>./. Investitionen</i>	<i>-50</i>	<i>-10</i>	<i>-40</i>
Free Cashflow	120	36	84

Unternehmenswert (inkl. Immobilie)	1 000		
Verkehrswert Immobilie (separat)		300	
Unternehmenswert Betrieb (exkl. Immobilie)			700
Gesamtunternehmenswert (Betrieb zzgl. Immobilie)			1 000

Abbildung 5: Integrierte oder separate Berücksichtigung der Betriebsliegenschaft

Wie anhand der DCF-Methode aufgezeigt, führen beide Wege (integrierte Bewertung mit Liegenschaft und gesonderte Bewertung der Liegenschaft)

zum selben Unternehmenswert. Die oben angestossene Diskussion, ob für eine objektivierte Bewertung also eine Separierung der Immobilie unterstellt werden kann oder nicht, hat unter diesen Annahmen und Bedingungen keine wertmässige Auswirkung und ist damit irrelevant.

Die beiden dargestellten Varianten sind natürlich deshalb deckungsgleich, weil wir mit jeweils identischen Kapitalkosten arbeiten. Den Verkehrswert der Immobilie ermitteln wir dabei durch Abzinsung der marktüblichen Miete mit eben diesen Kapitalkosten. Das ist u.E. auch sachgerecht, da die betrieblich genutzte Immobilie bei angenommener Fortführung des Unternehmens demselben operativen Risiko unterliegt wie das restliche operative Vermögen.³¹ Der Eigentümer der Immobilie – und bei einer Einzelfirma gleichzeitig das Unternehmen – ist mit der unternehmerischen Verwendung dieses Objekts eben nicht am Immobilienmarkt tätig, sondern in seinem jeweiligen Markt. Die Immobilie muss also dieselben Kapitalkosten verdienen wie der gesamte Betrieb.³² Eine Immobilie ist dann eben auch eine Produktionsanlage wie jede andere.

Ohne den rechnerischen Nachweis an dieser Stelle zu führen, ist davon auszugehen, dass auch bei vermögenswertspezifischen Kapitalkosten das Ergebnis dasselbe sein wird.³³ Die bei der separaten Bewertung von Immobilien verwendeten Kapitalkosten liegen typischerweise zwischen 5% und 8% und damit unter den Kapitalkosten des Gesamtunternehmens. Dies würde zunächst für einen höheren «break up value» sprechen. Doch auch hier sind die Konsequenzen dieser Trennung für den Rumpfbetrieb, hier nun «unter dem Strich», also bei den Kapitalkosten, zu beachten. Unmittelbar einsichtig ist, dass der Rumpfbetrieb ohne eigene Immobilie weniger kreditwürdig und anfälliger für Krisen sein wird. Dessen Kapitalkosten werden daher steigen, der Unternehmenswert des Restbetriebs sinken und den auf einer «stand alone»-Basis berechneten Immobilienwert damit kompensieren.

Diese pauschale Annahme ist auch dann plausibel, wenn man beim Restbetrieb differenziert und mit vermögenswertspezifischen Kapitalkosten (weighted average return on assets – WARA) arbeitet, wie dies etwa bei

31 Vgl. Hüttche/Schmid, 2019b, S. 427 f.; Reilly/Schweihs, 2004, S. 411 f.

32 Paul spricht hier vom «nutzungstypischen Zinssatz» einer Immobilie (vgl. Paul, 2019, S. 1249).

33 Siehe beispielsweise Schmid/Hüttche/Puyal, 2021, S. 344 ff.

Kaufpreisallokationen der Fall ist. Diese werden dort zur groben Plausibilisierung in die Kapitalkosten des Unternehmens übergeleitet (WACC-to-WARA-Überleitung). Bei insgesamt gegebenen bzw. plausiblen Kapitalkosten muss das Herauslösen eines risikoarmen Vermögenswerts (eben der Immobilie) die gewichteten Kapitalkosten des verbleibenden Vermögens steigen lassen.³⁴

4. Fazit und Zusammenfassung

- Es gibt keine besonderen Methoden für die Bewertung von Kleinstunternehmen, allerdings sind deren Besonderheiten bei der Bewertung zu berücksichtigen. Dies betrifft vor allem die eingeschränkte Datenqualität, die Prägung des Unternehmens durch den Eigentümer und die fließenden Grenzen zwischen betrieblicher und privater Sphäre.
- Bei rechtlich erforderlichen Bewertungen muss in der Regel ein Verkehrswert bestimmt werden. Es ist also ein Verkauf und damit der Wegfall der nicht übertragbaren Ertragskraft zu unterstellen und zu modellieren. Im Kern geht es dabei darum, den mit der aktuellen Eigentümerschaft verbundenen Erfolg abzuschmelzen und so auch nur die tatsächlich übertragbare Ertragskraft zu bewerten. Dies muss bei Verwendung eines DCF-Modells bei der Detailplanung und der Modellierung des Restwerts berücksichtigt werden.
- Bei der Analyse und Bewertung von Einzelfirmen muss ein kalkulatorischer Unternehmerlohn angesetzt werden. Bei einer objektivierten Bewertung kann dessen steuerliche Abzugsfähigkeit und im Übrigen ein Steuersatz von 20% unterstellt werden. Die so berechneten privaten Steuern treten im Finanzmodell an die Stelle der betrieblichen Steuern juristischer Personen.
- Die steuerlichen Folgen einer bei der Berechnung des Verkehrswerts nur gedachten Transaktion können bei einfachen Verhältnissen vernachlässigt werden. Es wird dabei angenommen, dass die Steuerfolgen beim gedachten Verkäufer (Wertminderung durch Steuerlast) und gedachten Käufer (Werterhöhung durch Abschreibungsvorteil) den Einigungsbereich gleichmässig verbreitern, den mittigen Schiedswert jedoch nicht verändern.

³⁴ Zur WACC-to-WARA-Überleitung unter Einbezug von betrieblich genutzten Immobilien etwa IDW, 2018, S. 602 f.

- Zur Berechnung der Kapitalkosten kann bei bekannter Finanzierung des Erwerbs der Wert einer Einzelfirma transparent mit dem APV-Ansatz bestimmt werden. Bei einer objektivierten Bewertung kann mit dem WACC-Ansatz gearbeitet und eine etwa hälftige Finanzierung des Erwerbs mit Eigen- und Fremdkapital unterstellt werden.
- Nicht betrieblich notwendiges Vermögen wird als Sonderwert zum geschätzten Veräußerungserlös abzüglich anfallender Steuern angesetzt.
- Betrieblich genutzte Immobilien werden als Teil des operativen Betriebs bewertet. Eine separate Bewertung mag aus Gründen der Transparenz sinnvoll sein, sollte aber in summarischer Betrachtung von Immobilie und Restbetrieb zu keinen davon abweichenden Werten führen.

Literaturverzeichnis

Börner, C./Grichnik, D./Reize, F. (2010): Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmer – Einflussfaktoren der Fremdfinanzierung deutscher KMU, in: zfbf, 62(2) 2010, S. 228–251.

EXPERTsuisse (2018): Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», Zürich 2018.

Fust, A./Fueglistaller, U./Züger, T./Brunner, C./Graf, A. (2020): Schweizer KMU: Eine Analyse der aktuellsten Zahlen, St. Gallen, Ausgabe 2020.

Gstöttner, A. (2020): Kapitalstrukturentscheidungen in oberösterreichischen KMU, Universität Linz, Masterarbeit, 2020.

Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G. (2018): Unternehmensbewertung von Schweizer KMU: Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse, in: EXPERTsuisse (Hrsg.), Schriftenreihe EXPERTsuisse, Band 190, Zürich 2018.

Hüttche, T./Schmid, F. (2019a): Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), in: Peemöller, V.H. (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Auflage, Herne 2019, S. 1105–1122.

Hüttche, T./Schmid, F. (2019b): Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, in: TREX Der Treuhandexperte, 2/2019, S. 84–89.

Hüttche, T./Schmid, F. (2021a): Besonderheiten bei der Bewertung von Kleinunternehmen, in: EXPERT FOCUS, Oktober 2021, S. 522–533.

Hüttche, T./Schmid, F. (2021b): Update Unternehmensbewertung 2021: Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, in: EXPERT FOCUS, August 2021, S. 424–434.

IDW (2016): Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht, IDW S 13, in: IDW (Hrsg.): IDW Verlautbarungen zur Unternehmensbewertung, 2019.

IDW (2018): Bewertung und Transaktionsberatung – Betriebswirtschaftliche Bewertung, Due Diligence, Fairness Opinions u.a., Düsseldorf 2018.

Paul, E. (2019): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V.H. (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Auflage, Herne 2019, S. 1205–1254.

Reilly, R./Schweih, R. (2004): The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, New York 2004.

Schmid, F./Hüttche, T./Puyal, O. (2021): Berücksichtigung von Immobilien bei der Bewertung von KMU, in: TREX Der Treuhandexperte, 6/2021, S. 344–350.

Schüler, A. (2020): Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: zfbf, 72(3) 2020, S. 371–396.

Stigler, G. (1963): Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries, Princeton University Press, 1963.

Wood, D. (2004): An Allocation Model for Distinguishing Enterprise Goodwill from Personal Goodwill, in: American Journal of Family Law, Volume 18, Number 3, Fall 2004, S. 167–173.

Wood, D. (2007): Goodwill Attributes: Assessing Utility, in: The Value Examiner, January/February 2007, S. 21–29.

Wollny, C. (2018): Der objektivierte Unternehmenswert: Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, nwb, 3. Auflage, Herne 2018.