



Tobias Hüttche

Prof. Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer und CVA
Leiter Institut für Finanzmanagement der
Hochschule für Wirtschaft FHNW, Basel
tobias.huettche@fhnw.ch



Fabian Schmid

Dr. rer. pol., CFA, CVA
Geschäftsführer und Mitgründer der
wevalue AG, Dozent an der Hochschule für
Wirtschaft FHNW, Brugg
fabian.schmid@wevalue.ch



Dieser Fachbeitrag steht Ihnen auch als Audio-Datei zur Verfügung: auf www.trex.ch gehen, direkt hören oder herunterladen.

Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertung von KMU – rechtssicher und verteidigbar

Unternehmensbewertung gilt mehr als Kunst denn als Wissenschaft, und über Kunst kann man – wie auch über Bewertungen – geteilter Ansicht sein. Wie kann eine Unternehmensbewertung daher möglichst rechtssicher und verteidigbar erstellt werden? Welche Methoden empfehlen sich für die Bewertung von KMU und wie sind diese praktisch umzusetzen? Diese und andere Fragen werden in nachfolgendem Beitrag beantwortet.

1. Einleitung

Im Grunde ist eine Unternehmensbewertung unmöglich, da die Bewertung die Zukunft betrifft und diese unsicher ist. Treffend sprach man vor rund 100 Jahren noch von «Schätzungslehre» und nicht von Bewertungstheorie.¹ Diese den Bewertungen innewohnende Unsicherheit darf jedoch nicht zu Sorglosigkeit verleiten. Denn gerade wenn Bewertungen rechtlich erforderlich sind – sei es aus Gründen des Steuer-, Erb- oder Güterrechts –, werden die Ergebnisse von den Parteien nicht ohne Weiteres hingenommen. Häufiger als es vor Jahren noch der Fall war, werden diese auch gerichtlich überprüft. Da einmal erstellte Gutachten nicht ohne Weiteres «zurückgerufen» werden können, sollte bereits bei deren Abfassung darauf geachtet werden, dass die Bewertung rechtssicher und verteidigbar ist. Der vorliegende Beitrag gibt dazu Hinweise. Ausgehend von den Besonderheiten bei rechtlich erforderlichen Bewertungen, wird auch auf die Wahl der passenden Methode und deren sachgerechte Anwendung eingegangen.

2. Besonderheiten bei rechtlich erforderlichen Unternehmensbewertungen

Stehen sich – wie etwa bei einem Unternehmenskauf – zwei gleichberechtigte Parteien gegenüber, ist eine Unternehmensbewertung eigentlich überflüssig. Sind sich Käufer und Verkäufer über den Preis einig, ist eine Bewertung allenfalls Formsache.² Ist man sich uneinig, war die Bewertung offensichtlich nicht überzeugend genug und man trennt sich, ohne dass es zu einem Abschluss kommt. Anders verhält es sich bei rechtlich erforderlichen Bewertungen, wenn ein Unternehmenswert also aus (beispielsweise auch aufsichts-)rechtlichen Gründen erforderlich ist. Hier muss in einer Situation, in der eine Einigung nicht (mehr) möglich oder nicht erforderlich ist, ein Wert bestimmt werden, der den Vorstellungen des Gesetzgebers über einen fairen Interessenausgleich entspricht. Man bezeichnet solche Situationen auch als dominierte Bewertungsanlässe.³ In diesen Situationen ist besondere Sorgfalt geboten. Dies beginnt mit der Festlegung der Bewer-

tungsaufgabe, d.h. dem Zweck der Bewertung und der sich daraus ergebenden Wertkonzeption. Dabei kommt es nicht auf die Vorstellungen der Parteien, sondern auf die des Gesetzgebers an. Dieser gibt den Bewertungszweck und damit – wenn auch nicht immer deutlich – die Bewertungskonzeption vor.⁴ Diese konkretisiert sich bei den hier interessierenden rechtlich erforderlichen Bewertungen oft in der Ermittlung des «Verkehrswerts».

Konzeptionell versteht die Schweizer Rechtsprechung unter dem «Verkehrswert» einen Betrag:

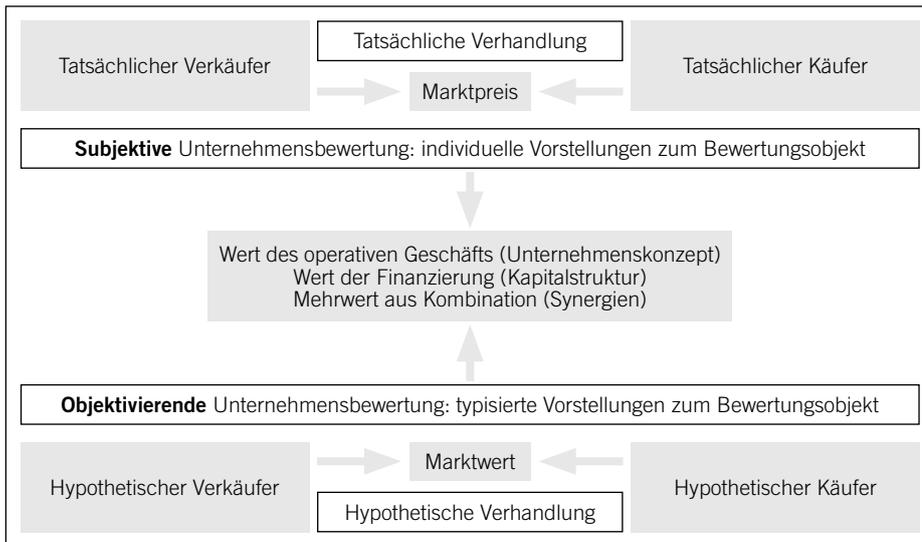
- «der bei einer Veräusserung zu erhalten wäre» (BGer 117 II 218, E.4.a),

wobei dieser Verkauf

- «zu einem bestimmten Zeitpunkt» (BGer 2C_94/2014, E.2.4.2),
- «auf einem freien Markt» (BGer 121 III 152, E.3.c.) und
- «unter normalen Verhältnissen, ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse» (BGer 2C_94/2014, E.3)

angenommen wird.

Abbildung 1: Subjektive und objektivierende Unternehmensbewertung



Es handelt sich insoweit um «einen objektivierten Wert, welcher ... nicht durch ausserordentliche Umstände» (BGer 2C_692/2014, E.2.4.2) zustande gekommen ist. Diese Sichtweise gilt auch bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (BGE 125 III 1, E.5.c). Aufgrund der herausgehobenen Bedeutung des Verkehrswerts für die Schweizer Bewertungspraxis definiert nun auch die neu gefasste Fachmitteilung «Unternehmensbewertung» der EXPERT-suisse den Verkehrswert wie folgt: «Während Marktpreise beobachtet werden können, müssen Marktwerte berechnet werden. Ein Marktwert ist ein potenzieller Marktpreis. Der Verkehrswert entspricht dem Marktwert.»⁵ Während der Marktwert also noch ein potenzieller Marktpreis ist, entspricht der Verkehrswert dem auf den jeweiligen Bewertungsstichtag ermittelten Marktwert. Allerdings schweigen Gesetzgeber und Rechtsprechung zur Frage, wie der Verkehrswert nun konkret zu ermitteln ist. Beide haben «den schwarzen Peter weitergereicht».⁶ Hier sind nun Bewertungslehre und -praxis gefordert. Es gilt, einen Marktwert auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln, also einen Marktpreis zu approximieren.⁷ Der gesuchte Wert ist eine simulierte Verhandlungslösung, eine typisierende Schätzung, die von den konkreten Verhältnissen bewusst absieht.⁸ Die Berechnung solcher Werte erfordert damit eine objektivierende Bewertung.⁹ Dabei handelt es sich um keine eigene Wertkategorie, sondern um eine dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechende Wertermittlung. Da auch diese auf Annahmen beruht, ist ein solcher Wert im Grunde subjektiv, aber intersubjektiv nachprüfbar – eben objektivierend – berechnet.¹⁰ Dazu müssen Informationen ermessensfrei oder mindestens ermessensbeschränkt gewonnen und verwertet werden.¹¹ Wie dies konkret geschehen kann, stellen wir insbesondere für die Schätzung der Kapitalkosten in Abschnitt 5.2 dar.

Während es also bei subjektiven Bewertungen auf die Sicht einer Partei ankommt, werden bei gesetzlich oder gerichtlich erforderlichen Verkehrswerten nicht nur Verkäufer und Käufer angenommen, sondern die gesamte Transaktion «gedacht». Wird etwa ein Verkehrswert für eine güterrechtliche Einigung gesucht, so wird mit dem unterstellten Verkauf auch der Wegfall aller mit der Person des aktuellen Eigentümers zusammenhängenden Faktoren angenommen. Dies gilt unabhängig davon, ob das fragliche Unternehmen nun tatsächlich weitergeführt wird oder nicht. Als Käufer wird ein markttypischer Erwerber, ein objektiv vernünftiger Dritter, angenommen.¹² Dieser bewertet das Unternehmen unter der Annahme seiner Fortführung und auf der Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren. Dabei berücksichtigt er die im Unternehmen am Bewertungsstichtag erkennbaren Potenziale und Synergien. Von diesen muss jedoch jeder «gedachte» Erwerber (markttypischer Erwerber) profitieren können. Abbildung 1 fasst diese Überlegungen überblicksartig zusammen.¹³ Was bedeutet dies nun konkret? Dazu folgendes Beispiel:

→ Beispiel

A ist Alleinaktionärin der Gartenbau AG und (noch) verheiratet. Im Rahmen des gerichtlichen Scheidungsverfahrens ist der Verkehrswert der Gartenbau AG zu bestimmen. Die Gesellschaft ist zu 100 Prozent eigenfinanziert, hat allerdings aufgrund der ehekrisenbedingten Situation in den vergangenen Jahren keine ausreichenden Gewinne erwirtschaftet.

Bei der Ermittlung des Verkehrswerts ist nun 1. ein Verkauf, 2. am Bewertungsstichtag an 3. einen marktüblichen Käufer zu simulieren. Dies bedeutet, dass 1. die Person von A und alle damit zusammenhängenden Faktoren für die Bewertung gedanklich wegfallen, 2. nur die am Bewertungsstichtag bekannten und bewertungsrelevanten Informationen berücksichtigt werden dürfen und 3. die Finanzierung aus Sicht eines markttypischen Erwerbers modelliert werden muss, also wohl mit einem angemessenen Anteil von Finanzverbindlichkeiten und entsprechend niedrigeren Kapitalkosten.

3. Auswahl der geeigneten Bewertungsmethode bei rechtlich erforderlichen Bewertungen

Bei der Wahl einer für rechtlich erforderliche Bewertungen geeigneten Methode empfiehlt sich ein Blick in die einschlägige Rechtsprechung. Traditionell vertritt das Bundesgericht einen Methodenpluralismus.¹⁴ Anerkannt ist zunächst jede Bewertungsmethode, die «nachvollziehbar, plausibel und anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im konkreten Einzelfall Rechnung trägt».¹⁵ Vielfalt bedeutet jedoch nicht Beliebigkeit. Bei «schwierigen Verhältnissen ... ist diejenige Bewertungsmethode anzuwenden, die konkret als am ehesten sachgerecht erscheint».¹⁶ Die Grenze wird dort gezogen, wo Bewertungen «grundlos von in der Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen abweichen».¹⁷ Die in der Praxis zu beobachtende Hinwendung zu zukunftsorientierten Bewertungsverfahren (DCF-Verfahren) zeichnet auch die Rechtsprechung nach: Danach ist der «Grundsatz der Zukunftsbezogenheit aller Bewertungsfaktoren anerkannt. Die Vergangenheit liefert nur Erfahrungswerte.»¹⁸ Allerdings sieht die Rechtsprechung keine Bewertungshierarchie, nach der bestimmte Bewertungsmethoden vorzuzugwürdig sind. Was sachgerecht ist und was weniger, bestimmt sich nach dem jeweiligen Rechtsgebiet und dem Bewertungszweck. So wird die in Kreisschreiben 28 niedergelegte Fassung des Praktikerverfahrens in ständiger Rechtsprechung für Zwecke der Vermögenssteuer für angemessen gehalten. Für das Gewinnsteuerrecht juristischer Personen wird hingegen vermutet, dass «der Einsatz neuerer Methoden wie etwa der DCF-Methode zu einer treffenderen Bestimmung des Werts (als das Praktikerverfahren; Anm. d. Verf.) führt».¹⁹ Auch bei der

Besteuerung natürlicher Personen «bestehen ... Gründe, die einkommensteuerliche Verkehrswertbemessung anders als die Bestimmung des Verkehrswerts für die Vermögensteuer vorzunehmen».²⁰

Schliesslich hat das Bundesgericht auch im Güterrecht die Eignung des Praktikerverfahrens jüngst in Zweifel gezogen:²¹

→ Das Bundesgericht hatte die Frage zu beantworten, ob und inwieweit die Personenbezogenheit eines kieferorthopädischen Unternehmens bei dessen Bewertung ausreichend berücksichtigt wurde. Konkret wurde dieses Unternehmen mit dem Praktikerverfahren bewertet, wobei – um eben diesem Umstand Rechnung zu tragen – der Substanzwert mit 90 Prozent und der Ertragswert mit 10 Prozent angesetzt wurde.

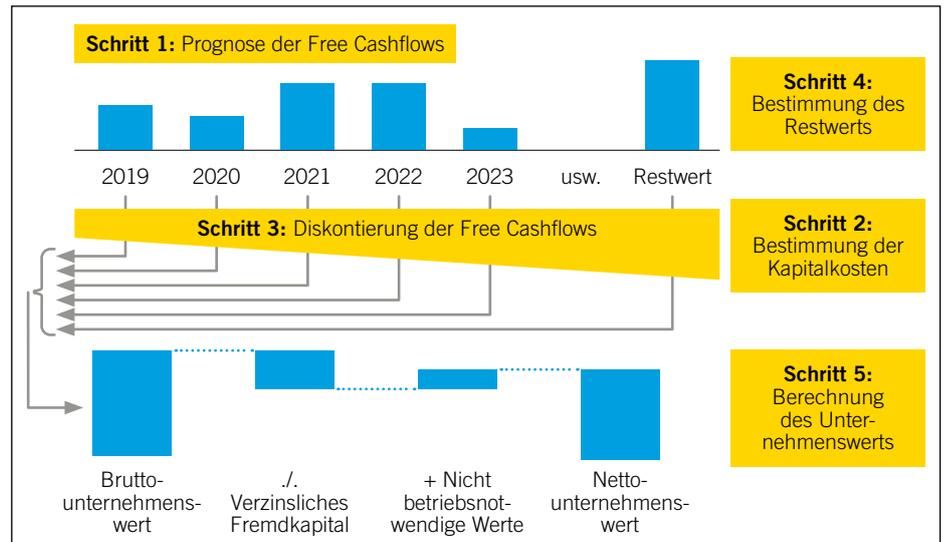
Das Bundesgericht hat diesem Vorgehen mit bemerkenswerter Klarheit eine Absage erteilt. Zunächst wird festgestellt, dass im vorliegenden Fall der Verkehrswert zu ermitteln sei (Art. 211 ZGB). Weiter wird zutreffend ausgeführt, dass dabei ein Verkauf des Unternehmens unterstellt wird. Damit ist bei der Bewertung auch nur die übertragbare Ertragskraft zu berücksichtigen. Die personenbezogenen Komponenten dürfen dabei nicht berücksichtigt werden.

Im Ergebnis erteilt das Bundesgericht dem Praktikerverfahren für Zwecke der Verkehrswertermittlung eine Absage, denn diese «ermittelt den Ertragswert indes unter Einschluss der Leistungen des Unternehmers bzw. der Unternehmerin, weshalb sie im vorliegenden Kontext als ungeeignet erscheint». Einen nur ungefähren Betrag für das Unternehmen anzunehmen ist «methodisch unzulässig» und der so ermittelte Verkehrswert «willkürlich» (E.3.3.4).

4. Wertuntergrenzen und Mindestwert

Bei sehr personenbezogenen Unternehmen ist es nicht unwahrscheinlich, dass nur wenig übertragbare Ertragskraft und ein entsprechend geringer Fortführungswert übrig bleibt. Dieser kann bei wesentlichen stillen Reserven auch unter dem Liquidationswert liegen. Ob im Ergebnis auf einen höheren Liquidationswert abgestellt werden kann, hängt vom Rechtsgebiet und damit vom Normzweck ab. Für das Güterrecht wird dies vom Bundesgericht bejaht. Danach «kann es doch hier nicht im Belieben des unternehmerisch tätigen Ehegatten stehen, allein durch eine subjektiv gewollte Geschäftspolitik die Höhe der Errungenschaft ... zu bestimmen».²²

Abbildung 2: Die fünf Schritte einer DCF-Bewertung



Die Rechtsprechung zum Gesellschaftsrecht weicht hier ab, stellt allerdings auch auf den nach Art. 685b Abs. 1 OR relevanten «wirklichen Wert» ab.²³ Das Bundesgericht sieht hier den Vorrang eines niedrigeren Fortführungswerts. Denn bei der Bewertung «muss der eindeutig feststellbare Wille der Entscheidungsträger»²⁴ beachtet werden. Der Bewertung sind somit «die subjektiv gewollten und nicht die aus rein betriebswirtschaftlicher Sicht objektiv angezeigten unternehmerischen Entscheidungen zugrunde zu legen».²⁵

Im Zusammenhang mit Wertuntergrenzen begegnet uns in der praktischen Arbeit auch immer wieder der Substanzwert und damit verbunden die Vorstellung, dass es sich auch dabei – neben dem Liquidationswert – um einen irgendwie gearbeteten Mindestwert handeln müsse. Daher ordnen wir auch diesen Wert kurz ein.

Noch 1998 stellte Helbling fest, «dass ein Unternehmensbewertungsgutachten, in dem der Substanzwert nicht ermittelt und kommentiert ist, als nicht fachgerecht bezeichnet werden muss».²⁶ Seit 2006 ist der Substanzwert auch fester Bestandteil der im Kreisschreiben 28 niedergelegten Praktikermethode zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert.

Zunächst gilt, dass die Substanz eines Unternehmens natürlich wertrelevant ist: Was bereits vorhanden ist, muss nicht beschafft werden und spart dem Investor Geld. Im Sinne dieser ersparten Ausgaben ist die Substanz integraler Bestandteil eines jeden DCF-Verfahrens.²⁷ Weiter geht im Praktikerverfahren die Substanz als gesondert berechnetes Element in die Wertberechnung ein. Dies lässt sich bewertungstheoretisch als Modell zum Abschmelzen von Übergewinnen deuten, auch wenn die Interpretation in der Praxis eine andere ist.²⁸ Konzeptionell ist der Substanzwert ein Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert. Er

soll die «Nachbaugesfahr» abbilden oder aus Sicht eines potenziellen Käufers dessen Make-or-Buy-Entscheidung ermöglichen. Dass der Substanzwert im Kreisschreiben 28 aus der ggf. um stille Reserven und latente Steuern angepassten Handelsbilanz abgeleitet wird, ist eine unzutreffende, aber bei Massenverfahren zu akzeptierende Vereinfachung. Allerdings wären auch die Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswerte des bilanzierten Vermögens nur eine Näherungslösung. Da wesentliche immaterielle Werte aussen vor bleiben, handelt es sich allenfalls um einen Teilrekonstruktionswert.

Als solcher ist der Substanzwert – anders als der Liquidationswert – auch kein Mindestwert für das Unternehmen, sondern allenfalls der Mindestbetrag für dessen (Teil-)Reproduktion. Ob sich ein solcher Nachbau lohnt, kann nur gemeinsam mit einem Zukunftserfolgswert beantwortet werden. Liegt dieser unter dem Substanzwert, spricht nichts dafür. Insofern scheidet der Substanzwert als Vorstellung für einen Mindestverkehrswert aus.

5. Discounted-Cashflow-(DCF-) Bewertung von KMU

Während das vergangenheitsorientierte Praktikerverfahren bei der Bestimmung des Vermögenssteuerwerts von Wertpapieren an nichtkotierten Unternehmen gesetzt ist (Kreisschreiben 28), basiert eine (betriebswirtschaftliche) Unternehmensbewertung und somit die Bestimmung eines Verkehrswerts auf den zukünftigen finanziellen Überschüssen. Für eine zukunftsorientierte Bewertung von Unternehmen auf der Grundlage prognostizierter Free Cashflows spricht sich auch die im letzten Jahr neu gefasste Fachmitteilung «Unternehmensbewertung» von EXPERT-suisse aus.²⁹ Das theoretisch fundierte und kon-

sequent auf zukünftigen Geldflüssen basierende Discounted-Cashflow-(DCF-)Verfahren hat sich auch in der KMU-Welt zunehmend als «best practice» festgesetzt.³⁰

Die DCF-Methode lässt sich in fünf Schritte zerlegen. Abbildung 2 veranschaulicht dies.³¹

In einem ersten Schritt werden die sämtlichen Kapitalgebern zustehenden Free Cashflows für die ersten paar Jahre (Detailplanungszeitraum) prognostiziert. Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass Geldflüsse weniger Wert haben, je weiter sie in der Zukunft liegen, werden diese mittels risikogerechter Kapitalkosten (Schritt 2) auf den Bewertungsstichtag abgezinst (Schritt 3). Besonders sorgfältig ist der Restwert abzuleiten (Schritt 4), da dieser nicht selten deutlich mehr als 50 Prozent des Unternehmenswerts ausmacht. Zu guter Letzt werden die einzelnen Barwerte addiert und unter Berücksichtigung der Finanzverbindlichkeiten und allfälliger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte vom Brutto- auf den Nettoundernehmenswert übergeleitet.

Nachfolgend werden die zentralen Schritte vertieft erläutert und Hinweise gegeben, worauf an den einzelnen Stellen zu achten ist.

5.1 Prognose der Free Cashflows

5.1.1 Bereinigungen

Die zukünftigen Free Cashflows werden in der Regel nicht direkt prognostiziert, sondern aus einer integrierten Planungsrechnung (Plan-Bilanz, Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Geldflussrechnung) abgeleitet. Um eine saubere Grundlage für die Planung zu erhalten, ist es ratsam, zuerst die letzten drei bis fünf Jahre aufzubereiten, zu bereinigen und zu analysieren.

Einerseits geht es bei der Bereinigung darum, allfällige vorhandene stille Reserven aufzudecken. Im Gegensatz zum Substanzwert- bzw. Praktikerverfahren fließen diese stillen Reserven bei der DCF-Bewertung nicht direkt (über eine Erhöhung des Eigenkapitals bzw. Substanzwerts) in die Bewertung ein, sondern lediglich indirekt und bedingt. Dies nämlich dann, wenn die erzielte Marge bzw. Ertragskraft und die Kapitalbindung im Nettoumlauf- und Anlagevermögen der Vergangenheit als Basis für die Zukunft dienen. Wird beispielsweise unterstellt, dass die zukünftige Marge der während der letzten fünf Jahre durchschnittlich erzielten entspricht, ist entscheidend, dass die stillen Reserven – und insbesondere deren Veränderungen – nachgeführt werden.

Eine bei KMU weitere relevante Grösse ist die Vergütung der Eigentümerschaft. Im Rahmen einer objektivierenden Bewertung gilt es, sich auf den Standpunkt zu stellen, was ein angemessener Lohn (Marktlohn) für die Geschäftsführung wäre, wenn diese nicht gleichzeitig Anteile an der Unternehmung halten würde. Hier zeigt sich in KMU-Verhältnissen, dass aus steuerlichen, historischen oder

anderen Gründen die Entschädigung nicht selten über die reine Arbeitsleistung hinausgeht (Teile des Gewinns werden über einen Bonus bezogen und nicht als Dividende), teilweise aber auch darunter liegen kann (das Geschäft wirft zu wenig Gewinn ab, um einen Marktlohn bezahlen zu können). Anhaltspunkte für einen marktüblichen Lohn können statistische Lohnrechner wie beispielsweise derjenige des BFS (Salarium) sein. Auch ein innerbetrieblicher Lohnvergleich mit Kaderleuten ohne Beteiligung kann Hinweise geben.

Einen dritten Bereinigungsprozess stellt das Ausscheiden betrieblich nicht benötigter Vermögenswerte dar. Dies ist schon aus Gründen der Vermeidung des Tatbestands einer indirekten Teilliquidation im Rahmen einer Transaktion zu empfehlen. Dabei geht es um die Frage, welche Vermögenswerte ausgeschieden werden könnten, ohne die Zukunftsfähigkeit und die damit ggf. verbundenen Wachstums- und Investitionspläne der Unternehmung zu gefährden. Zu den nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerten zählen typischerweise ungenutzte oder fremdvermietete Immobilien, Finanzanlagen, Wertchriften, überschüssige flüssige Mittel. Teilweise ist die Zuordnung einfach und klar, in anderen Fällen bedarf es plausibler Annahmen. So werden überschüssige flüssige Mittel beispielsweise oftmals als bestimmter Prozentsatz des Umsatzes bzw. an einer bestimmten Anzahl Monate an Fixkosten festgemacht oder sie stellen die Differenz zur Liquidität dar, welche die Lücke zu einem Nettoumlaufvermögen von zum Beispiel null schliesst (dies stellt dann einen bestimmten Liquiditätsgrad sicher).

Immer wieder Fragen wirft die korrekte Berücksichtigung von Immobilien auf. So sieht man beispielsweise regelmässig, dass nebst den nichtbetrieblichen Immobilien auch die betrieblich benötigten ausgegliedert und gesondert bewertet werden. Auch wenn dies modellierungstechnisch denkbar ist, so gilt es doch, ein paar wichtige Dinge zu beachten. Grundsätzlich ist eine Unternehmung – insbesondere bei objektivierenden Bewertungen – so zu bewerten, «wie sie steht und liegt».³² Hat sich ein Unternehmen also entschieden, eine Betriebsliegenschaft zu erwerben, anstatt sich einzumieten, so ist dies – ohne anderweitige Pläne und Absichten – auch in der Planungsrechnung so abzubilden. Der Nutzen entsteht dann über die eingesparte Miete.

Entscheidet man sich dennoch – wovon wir abraten – für eine getrennte Bewertung von Betriebsimmobilie und Betrieb, so sind eben auch die Auswirkungen auf den Rumpfbetrieb zu beachten. So dürfte ein Unternehmen ohne Immobilie tendenziell ein höheres Risiko und somit höhere Kapitalkosten aufweisen als ein solches mit, da prozentual ein grosserer Anteil der Vermögenswerte auf riskantere Positionen wie beispielsweise die immateriellen Werte oder den Goodwill

entfällt. Ebenso stellt sich die Frage, was eine korrekte Marktmiete für ein Immobilienobjekt ist, das möglicherweise nur bedingt durch andere Marktteilnehmer genutzt werden kann. Unter der Annahme eines «highest and best use» und bei konsequenter Berücksichtigung der Cashflow- und Risikoveränderung beim Rumpfbetrieb müsste das Ausgliedern und separate Bewerten einer Betriebsliegenschaft zum selben Gesamtunternehmenswert führen wie eine integrierte Bewertung (Betriebsstätigkeit inklusive Betriebsimmobilie).³³ Auch deshalb bietet sich der einfachere Weg einer integrierten Bewertung an. Gerade bei familieninternen Nachfolgen stellt die Behandlung und Bewertung dieser Liegenschaften eine Knacknuss dar. Befürchtet wird, dass der das operative Unternehmen übernehmende Nachfolger dieses später liquidiert, um allfällige stille Reserven in den Immobilien zu realisieren. Dieses Thema lässt sich u.E. jedoch nur vertraglich lösen und nicht mit einer Bewertung.

5.1.2 Planung

Da sich Unternehmen und deren Umwelt laufend verändern, dürfte es in den seltensten Fällen angezeigt sein, die bereinigte Vergangenheit einfach eins zu eins und unreflektiert fortzuschreiben. Vielmehr bedarf es einer Bewertung auf der Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.³⁴ Zentral dabei ist, dass man sich aktiv mit dem Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts und seinen Werttreibern auseinandersetzt und sich ein Bild über die erfolgten und sich weiter abzeichnenden Markt- bzw. Branchenentwicklungen verschafft.

Die einer sachgerechten Bewertung zugrunde liegende Planung sollte dabei nicht den «best case» darstellen, sondern einen Erwartungswert widerspiegeln.³⁵ Eine Möglichkeit ist es, verschiedene Szenarien (z.B. «best case», «base case», «worst case») zu entwickeln und diese dann über Eintrittswahrscheinlichkeiten in eine einwertige Planung zu überführen.³⁶ Dies hat den Vorteil, dass nicht nur aktiv und differenziert über alternative Zukunftsentwicklungen nachgedacht wird, sondern auch deren Bandbreite sichtbar wird.

Sobald die Planungsrechnungen stehen, lässt sich der bewertungsrelevante Free Cashflow relativ einfach ableiten. Ausgehend vom EBIT, werden die Steuern berechnet, die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen aufgerechnet, die Investitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen subtrahiert und allfällige Veränderungen des langfristigen unverzinslichen Fremdkapitals (z.B. Rückstellungen) berücksichtigt.³⁷ Im Vergleich zur Ertragswertmethode, die bekanntlich von Gewinnen ausgeht, wird die Kapitalbindung bei der DCF-Methode explizit berücksichtigt und ein

allfälliges Missverhältnis zwischen Investitionen und Abschreibungen kommt zum Vorschein. Nicht immer dürften konkrete Zukunftsplanungen vorliegen, sondern diese müssen zuerst gemeinsam mit dem Management entwickelt werden. Dabei bietet es sich an, sich an den Werttreibern des Unternehmens bzw. der DCF-Bewertung zu orientieren und den Blick fürs Ganze nicht zu verlieren. So ist es wohl sinnvoll, mit dem Umsatz zu starten, dann die Aufwände bis auf Stufe EBITDA zu planen, anschliessend das Nettoumlauf- und Anlagevermögen zu modellieren, dann die Erfolgsrechnung zu vervollständigen (Abschreibungen, Finanzerfolg, Steuern) und schliesslich die Bilanz zu komplettieren. Dabei zeigt sich, dass oftmals zahlreiche Positionen durch den Umsatz getrieben sind und letztlich gar nicht mehr so viele Bilanz- und Erfolgsrechnungsgrössen verbleiben, die explizit und nicht über Verhältniszahlen bzw. Prozentsätze zum Umsatz modelliert werden müssen.

5.2 Ableitung der Kapitalkosten

Die Free Cashflows sind mit risikoadäquaten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Je höher das Risiko, desto weniger sind die zukünftigen Geldflüsse aus heutiger Sicht wert. Die Kapitalkosten widerspiegeln dabei die Renditeerwartung der Investoren. Da diese nicht direkt beobachtet oder der Buchhaltung entnommen werden können, gilt es, diese bestmöglich und nachvollziehbar zu schätzen.

In der Praxis dominiert dabei das auf einem soliden theoretischen Fundament basierende Capital Asset Pricing Model (CAPM).³⁸ Schon aufgrund der diesem Modell zugrunde liegenden Annahmen eignet es sich für objektivierende Bewertungen besser als eigene und notwendigerweise subjektive Schätzungen. Dabei werden die Eigenkapitalkosten aus einer Kombination von risikolosem Zinssatz, allgemeiner Marktrisikoprämie und unternehmensindividuellem Beta verstanden. Ergänzt wird dies im KMU-Umfeld in aller Regel noch um eine sogenannte Small-Cap-Prämie, welche dem erhöhten Risiko von kleinen Unternehmen (beispielsweise aufgrund der eingeschränkten Handelbarkeit der Anteile) zusätzlich Rechnung trägt.

Wichtig ist, dass die einzelnen Bausteine nicht isoliert betrachtet werden, sondern in sich stimmig sind und zueinander passen. So ist bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie bzw. des risikolosen Zinssatzes die entscheidende Frage, welche Rendite am Aktienmarkt auf lange Sicht erwartet wird. Geht man für den Schweizer Aktienmarkt auch in Zukunft von einer durchschnittlichen Rendite von jährlich rund 7 bis 8 Prozent aus, so ist sicherzustellen, dass die Summe aus risikolosem Zinssatz und Marktrisikoprämie dieser Grössenordnung entspricht. Wie die Marktrendite auf die beiden Komponenten aufgeteilt wird, hat im Gesamtkontext der

Unternehmensbewertung bzw. des CAPM dann letztlich eine eher kosmetische Bedeutung. Etwas anspruchsvoller und technischer ist die Bestimmung des Betafaktors, also die Frage, wie stark die Unternehmung von allgemeinen Marktschwankungen abhängt, und somit, wie hoch das systematische (marktgetriebene) Risiko ist. Da sich das Beta für nichtkотиerte Unternehmen wie KMU nicht direkt beobachten bzw. aus Aktienrenditen berechnen lässt, muss dieses alternativ geschätzt werden. Es bietet sich dabei an, eine Gruppe börsenkotierter Unternehmen (Peer-group), die vom Geschäftsmodell und von der Risikostruktur her mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist (von der Unternehmensgrösse mal abgesehen), heranzuziehen und das durchschnittliche bzw. mittlere Beta dieser Peergroup als Approximation für dasjenige des KMU einzusetzen. Ebenfalls denkbar ist das Abstellen auf durchschnittliche Branchenbetas, wenn keine geeignete Peergroup gefunden werden kann.

Auch wenn eindeutige Richtwerte schwierig sind, so dürften die Eigenkapitalkosten von KMU – je nach Branche (je zyklischer, desto höher) und Kapitalstruktur (je mehr Fremdkapital, desto höher) – in aller Regel zwischen rund 10 und 15 Prozent liegen.³⁹ Die Fremdkapitalkosten fallen deutlich tiefer aus und entsprechen dem für die Finanzverbindlichkeiten verlangten bzw. erwarteten Zins.

Schliesslich sind die Eigen- und Fremdkapitalkosten mit ihren jeweiligen Kapitalanteilen zu gewichten. Da die Investorensicht auf Marktwerten basiert (man kauft Marktwerte und nicht Buchwerte), müssen auch die Kapitalkosten zu Marktwerten gewichtet werden. Auch hier ist wieder auf die Bewertungsaufgabe zu achten: Bei Transaktionen wird es am Ende auf die vom Erwerber gewollte Kapitalstruktur ankommen. Bei rechtlich erforderlichen Bewertungen ist hingegen wieder der Blick des markttypischen Erwerbers anzunehmen, der das Unternehmen auch marktüblich finanziert. Hinweise darauf geben etwa Branchenkenntzahlen oder eine Peergroup-Analyse. Weicht die Ist-Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts ohne sachlichen Grund davon ab, ist dies offensichtlich subjektiv begründet und bei einer objektivierenden Bewertung nicht zu beachten. Etwas anderes gilt bei der Bewertung von Minderheitenanteilen. Da Minderheitsgesellschafter die Finanzierungsstruktur nicht beeinflussen können, sollte hier mit der Ist-Kapitalstruktur gearbeitet werden.

Bei der Bestimmung der Kapitalstruktur ist besonders auf die Konsistenz von Bewertungsmodell, Kapitalkosten und -struktur und den ergänzenden vertraglichen Regelungen zu achten. Üblicherweise wird der Eigenkapitalwert aus dem Unternehmenswert über eine sogenannte «equity bridge» abgeleitet. Hier ist darauf zu achten, dass die Korrekturposten nicht doppelt oder überhaupt nicht berücksichtigt werden. Dies kann der

Fall sein, wenn etwa Rückstellungen im Bewertungsmodell dem Nettoumlaufvermögen zugeordnet werden (also schon im Free Cashflow berücksichtigt wurden), aber dann noch mal (etwa als Finanzverbindlichkeiten) bei der Überleitung auf den Eigenkapitalwert abgezogen werden.

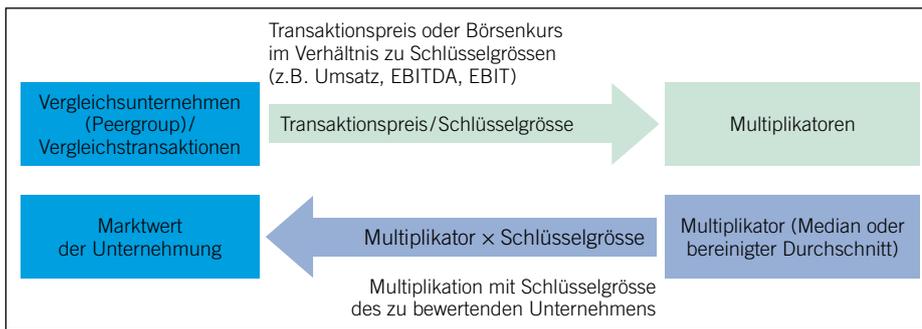
5.3 Bestimmung des Restwerts

Bei der Bewertung von Unternehmen wird in aller Regel von deren unbegrenzter Lebensdauer ausgegangen («Going Concern»). Dazu wird der Planungszeitraum in eine nähere (Detailplanung) und fernere Phase (Restwert) aufgeteilt.⁴⁰

Oftmals ist in der Praxis ein Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren auszumachen.⁴¹ Als Grundsatz gilt, dass der Detailplanungszeitraum umso länger sein sollte, je länger die Investitionszyklen sind bzw. je stärker das aktuelle Investitionsniveau vom durchschnittlichen abweicht und je weniger stabil das Geschäft und somit die Umsätze, die Margen und Cashflows sind. Falls in den kommenden Jahren grössere Veränderungen anstehen – in der Umwelt oder in der Unternehmung –, ist ein längerer Detailplanungszeitraum zu wählen. Gleiches gilt auch, wenn man noch an Corona-Effekten leidet und das nachhaltig erwartete Umsatz-, Gewinn- und Cashflow-Niveau noch nicht wieder erreicht ist.

In den Restwert ist dann überzuleiten, wenn die Unternehmung ihren «eingeschwungenen» Zustand erreicht hat.⁴² Eingeschwungen ist die Unternehmung dann, wenn sich das Umsatzwachstum in einem tiefen einstelligen Prozentsatz bewegt, eine nachhaltige und branchenübliche Marge erzielt wird und wenn ein ähnliches Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen besteht. Eine branchenübliche Marge ist deshalb eine zentrale Voraussetzung im Restwert, weil es Unternehmen kaum gelingen wird, bis in alle Ewigkeit Übergewinne bzw. Überrenditen zu erwirtschaften.⁴³

Grundsätzlich gibt es verschiedene Möglichkeiten, den Restwert zu modellieren. In der Praxis weit verbreitet ist die ewige Fortschreibung des letzten Detailplanungsjahrs unter Annahme einer bestimmten konstanten Wachstumsrate. Die Wachstumsrate sollte sich dabei am allgemeinen Wirtschaftswachstum (BIP) oder an der Inflationsrate orientieren, also im tiefen einstelligen Bereich liegen. Ebenso ist – wie vorher bereits erläutert – darauf zu achten, dass das letzte Detailplanjahr eingeschwungen ist, der resultierende Free Cashflow also nachhaltig erzielt werden kann. In gewissen Fällen kann es – wenn eine ewige Unternehmensfortführung unrealistisch ist (z.B. bei einer Erosion des Geschäftsmodells) oder nicht beabsichtigt wird – auch angezeigt sein, eine Liquidation zu unterstellen. Dabei wird im Restwert dann keine ewige Rente angesetzt, sondern der erwartete Liquidationserlös eingesetzt.

Abbildung 3: Funktionsweise der Multiples-Bewertung

5.4 Plausibilisierung

DCF-Bewertungen stellen letztlich Punktschätzungen dar, da trotz aller Unsicherheiten und Annahmen ein einziger Unternehmens- bzw. Eigenkapitalwert resultiert. Um das Ergebnis zu plausibilisieren und die eindimensionalen Werte mit – die Realität wohl passender abbildenden – Bandbreiten anzureichern, bieten sich in erster Linie Sensitivitätsanalysen und Multiplikatoren an. Während Sensitivitätsanalysen den Einfluss von Hauptwerttreibern (z.B. Wachstum, Kapitalkosten) auf den Unternehmenswert aufzeigen und die DCF-Bewertung mit einer Bandbreite anreichern, handelt es sich bei den Multiplikatoren um ein eigenständiges Verfahren. Auf der Basis einer Verhältnisgröße (z.B. Unternehmenswert im Verhältnis zum EBITDA, dem sogenannten EBITDA-Multiple) von vergleichbaren Unternehmen (Peergroup) bzw. Transaktionen wird auf den Wert des KMU geschlossen. Abbildung 3 stellt die einzelnen Schritte dieses Bewertungsverfahrens dar.⁴⁴ Damit aus der Multiples-Methode plausible Werte resultieren, gilt es, ein paar Punkte zu beachten. Erstens sollte ein Multiplikator gewählt werden, der für das zu bewertende Geschäftsmodell aussagekräftig und wertrelevant ist. Oftmals dürften dies relativ Cashflow-nahe Multiplikatoren wie EBITDA oder EBIT sein. Ferner ist darauf zu achten, dass die Multiples aus einer sorgfältig zusammengestellten Peergroup oder anderen Quellen stammen, bei der die Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt – insbesondere in Bezug auf Wachstum, Marge, Rendite und Risiko – sichergestellt ist. Da es sich beim Multiples-Verfahren eigentlich um eine ewige Rente, also gewissermassen den Restwert, handelt (ein Multiplikator ist im Prinzip ein Kehrwert von Free Cashflow geteilt durch Kapitalkosten), gilt es sicherzustellen, dass der Multiplikator auf eine nachhaltig erwartete bzw. erzielbare Schlüsselgröße des Bewertungsobjekts angesetzt wird. Zu guter Letzt ist – analog zum DCF-Verfahren – darauf zu achten, dass korrekt vom Unternehmenswert auf den Eigenkapitalwert übergeleitet wird. Stützt man sich bei der Bewertung eines KMU auf Multiplikatoren von grossen, börsennotierten Unternehmen, so bedarf es womöglich noch einer Anpassung an die geringere Unternehmensgröße bzw. die eingeschränkte Handelbarkeit der

Anteile.⁴⁵ Dies kann darüber erfolgen, dass die Multiplikatoren mit einem Illiquiditätsabschlag versehen und so gewissermassen auf die KMU-Grösse herunterskaliert werden. Bezüglich der Höhe eines solchen Abschlags kann allenfalls der Anteil der Small-Cap-Prämie an den Eigenkapitalkosten als Referenz dienen.⁴⁶ Alternativ können auch direkt Multiplikatoren von vergleichbaren KMU-Transaktionen eingesetzt werden, falls man Zugang zu solchen Quellen und Referenzwerten hat.

6. Fazit

Die vorstehenden Ausführungen geben Hinweise, wie Unternehmensbewertungen rechtssicher und verteidigbar erstellt werden können. Eine Garantie dafür, dass die prognostizierte Entwicklung auch tatsächlich eintritt, kann natürlich niemand geben. Darum geht es jedoch auch nicht. Verlangt sind keine hellseherischen Fähigkeiten, sondern solides Handwerk, transparente Modelle und erklärbare Bewertungsansätze. ■

- ¹ Vgl. Schmalenbach (1933), Dynamische Bilanz, S. 4f.
- ² Vgl. Kuschwitz/Löffler/Sloane (2010), Unternehmensbewertung – Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition, S. 261.
- ³ Vgl. Schütte-Biastoch (2011), Unternehmensbewertung von KMU, S. 11.
- ⁴ Vgl. Druey (1986), Die Bewertung von Vermögensobjekten im ehelichen Güterrecht und Erbrecht, in: Riemer/Walder/Weimar (Hrsg.), Festschrift für Cyril Hegnauer zum 65. Geburtstag, S. 17. Handschin (2010), Vom methodischen Umgang des Richters mit Bewertungsfragen, Justice-Justiz-Giustizia, Rz. 8, bezeichnet dies als die Frage nach dem «Bewertungsthema».
- ⁵ EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 15.
- ⁶ Jörg (1997), Wertveränderungen einer Aktiengesellschaft bei Auflösung des ordentlichen Güterstandes, S. 123.
- ⁷ Auch das Bundesgericht sieht es für zulässig an, den Verkehrswert gutachterlich zu bestimmen oder als Marktpreis zu schätzen, vgl. Bundesgericht vom 28.1.2009 – 5A_557/2008, E. 3.2.2.
- ⁸ Vgl. Jonas (2019), Berufsständische Bewertungspraxis, in: Fleischer/Hüttmann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 3, N 4; Grossfeld/Egger/Tönnies (2016), Recht der Unternehmensbewertung, N 214.
- ⁹ Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 13.
- ¹⁰ Vgl. Jonas (2019), Berufsständische Bewertungspraxis, in: Fleischer/Hüttmann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 3, N 2.
- ¹¹ Vgl. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, S. 26.
- ¹² Vgl. DVFA (2012), Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, S. 18.

- ¹³ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 26.
- ¹⁴ Für Fusionsfälle sieht das Bundesgericht die Wahl der Bewertungsmethode als ausgehandelten Entscheid der Geschäftsleitung, der nur eingeschränkt gerichtlich überprüft werden kann (Bundesgericht vom 21.3.2012 – 4A_341/2011, E. 5.1.4). Bei der Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungen wurden bspw. auch schematische Berechnungen anerkannt, die im konkreten Fall dem Zweck der Transparenz und Konfliktvermeidung dienen, auch wenn sie betriebswirtschaftlich zweifelhaft sein können (Obergericht Kanton Zürich vom 25.2.2015, Urteil LB140042, E. III.6).
- ¹⁵ Bundesgericht vom 18.9.2013 – 2C_309/2013, 2C_310/2013, E. 2.3.1. Diese auch in der deutschen Rechtsprechung zu findende Tendenz wird dort als «Vertretbarkeitsdoktrin» bezeichnet, vgl. bspw. Knoll (2017), Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW, S. 1.
- ¹⁶ BGR 2C_692/2014, E.2.4.2.
- ¹⁷ BGR vom 3.4.2001 – 4C.363/2000.
- ¹⁸ Bundesgericht vom 10.2.2012 – 5A_733/2009, E. 6.2.
- ¹⁹ Bundesgericht vom 18.9.2013 – 2C_309/2013, 2C_310/2013, E. 3.6.
- ²⁰ Bundesgericht vom 7.4.2020 – 2C_1057/2018, E. 8.4.
- ²¹ Vgl. Bundesgericht vom 24.11.2022 – 5A_361/2022.
- ²² Bundesgericht vom 10.2.2010 – 5A_733/2009, E. 6.2.
- ²³ Zu den Unterschieden und Gemeinsamkeiten zwischen wirklichem Wert und Verkehrswert vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 22f.
- ²⁴ Bundesgericht vom 26.7.1994 – BGR 120 II 259 (264).
- ²⁵ Bundesgericht vom 26.7.1994 – BGR 120 II 259 (264). Etwas anderes könne nur in offensichtlichlichen Missbrauchsfällen gelten oder im Fall der Unmöglichkeit, das Unternehmen in der aktuellen wirtschaftlichen Verfassung dauerhaft fortzuführen.
- ²⁶ Helbling (1998), Unternehmensbewertung und Steuern, S. 86.
- ²⁷ Vgl. Sieben/Maltry (2019), Der Substanzwert der Unternehmung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 835.
- ²⁸ Vgl. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, S. 45f.
- ²⁹ Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 4.
- ³⁰ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 14; Hörler (2018), Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, S. 61ff.
- ³¹ Vgl. Schmid/Hüttche (2019), Bewertung eines KMU mittels DCF – in fünf Schritten zum Ziel, Treuhand kompakt Juli/August 2019, S. 2.
- ³² Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 107.
- ³³ Vgl. Schmid/Hüttche/Puyal (2021), Berücksichtigung von Immobilien bei der Bewertung von KMU, TREX 6/2021, S. 344ff.
- ³⁴ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 26f.
- ³⁵ Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 45.
- ³⁶ Vgl. Schmid/Hüttche (2023), Berücksichtigung von Unsicherheiten bei der Unternehmensbewertung, in: Mathis/Nobs (Hrsg.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2023, S. 10ff.
- ³⁷ Vgl. Schmid (2019), Bewertung eines KMU mittels DCF-Methode – Schritt für Schritt, in: Mathis/Nobs (Hrsg.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, S. 42.
- ³⁸ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 121; Hörler (2018), Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, S. 74.
- ³⁹ Vgl. EXPERTsuisse (2023), Treuhand-Almanach, S. 37.
- ⁴⁰ Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 76.
- ⁴¹ Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 77.
- ⁴² Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 112.
- ⁴³ Vgl. Stigler (1963), Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries, Princeton University Press, S. 54.
- ⁴⁴ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 152.
- ⁴⁵ Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 155.
- ⁴⁶ Vgl. Schmid/Hüttche (2021), Zu- und Abschläge bei der Unternehmensbewertung von KMU – Theorie, Praxis und Empirie, in: Eberle/Oesch/Pfaff (Hrsg.), Jahrbuch Finanz- und Rechnungswesen 2021, S. 244ff.