

Das Bundesgericht zur Bewertung mit Multiplikatoren: Zu viel des Guten?

Während sich die Rechtsprechung ausführlich mit Praktiker-Verfahren befasst, sind Urteile zur DCF-Methode selten und zu Multiplikatoren (jedenfalls von uns) nicht zu finden. Umso spannender ist der vom Bundesgericht am 18.02.2025 entschiedene Fall (9C_485/2024), in dem es um die steuerliche Bewertung von Beteiligungen mit einem EBITDA-Multiplikator ging. Das Urteil ist nicht umfangreich, aber gehaltvoll.

wevalue AG, 23.05.2025

Auch in Monaco gibt es Armut

Der Fall als solcher ist übersichtlich: Eine Treuhandgesellschaft mit Sitz in der Schweiz erwarb im Jahr 2018 80% einer monegasischen Gesellschaft zu einem Kaufpreis von rund CHF 3.4 Mio. Der (unbestritten marktkonforme) Kaufpreis wurde auf Basis eines EBITDA-Multiple von 5 ermittelt.

Ein Jahr später wurde die Beteiligung vollständig abgeschrieben, was u.a. mit mangelnder Profitabilität begründet und offenbar auch von der Revisionsstelle gefordert wurde. Angabegemäss war die Gesellschaft 2019 bilanziell überschuldet und verfügte über keine nennenswerten stillen Reserven.

Doppelte Bewertungsstetigkeit?

Die Steuerverwaltung qualifizierte die Abschreibung als grösstenteils nicht geschäftsmässig begründet. Dazu bewertete sie die Beteiligung mit derselben Methode, mit der die Steuerpflichtige den Kaufpreis ermittelt hatte (EBITDA-Multiple von 5), aber auf Basis des einfachen Durchschnitts der Zahlen von 2016 bis einschliesslich 2019. Begründet wird dies – über die Massgeblichkeit der handelsrechtlichen Jahresrechnung – mit dem Grundsatz der Methodenstetigkeit (Art. 958c Abs. 1 OR). Diese Sichtweise teilten auch die zweite Instanz und schliesslich das Bundesgericht.

Bezüglich der Multiplikatorenmethode hält das Bundesgericht dessen Eignung ausdrücklich fest, *«cette méthode permettait en outre, une approche dynamique de la situation de la filiale (exploitation orientée vers le futur et vers sa continuation) ainsi que la prise en compte du résultat économique négatif allégué par la contribuable pur l'année 2019»* (E.5).

Accounting meets Valuation

Der Fall liegt an der Schnittstelle von Rechnungslegung und Unternehmensbewertung und die damit zusammenhängenden Fragen sollten getrennt beantwortet werden: Zunächst ist zu prüfen, ob tatsächlich die Stetigkeit ein valables Argument für die Bewertung der Beteiligung mit einem EBITDA-Multiplikator ist.

Dies ist klar zu verneinen, da es um zwei unterschiedliche Vorgänge geht: Einmal um die Ermittlung von Anschaffungskosten eines Vermögenswertes bei seiner Ersterfassung und dann um dessen Folgebewertung. Was zu den Anschaffungskosten rechnet, ist nur zum Zeitpunkt der Anschaffung zu entscheiden, nicht in den Folgejahren. Selbstverständlich sind die für die Folgejahre und die Folgebewertung angewendeten Bewertungsmethoden grundsätzlich stetig anzuwenden, aber eben unabhängig von der Ermittlung der Anschaffungskosten.

In diesem Sinne ist Stetigkeit stets linear zu sehen, nämlich die gleichartige Bewertung gleichartiger Vermögenswerte (horizontale Stetigkeit) am Bilanzstichtag bzw. die gleichartige Bewertung desselben Vermögenswertes an den folgenden Bilanzstichtagen (vertikale Stetigkeit). Die Folgebewertung ist hingegen unabhängig von der Erstbewertung, eine diagonale Stetigkeit gibt es nicht (*Pfaff/Hüttche/Zihler, Art. 958c, RN 56, in: veb-Praxiskommentar, 3. Aufl. 2024, S. 232*).

Bei der zweiten Frage gilt das Mantra der Bewertung: Der Zweck bestimmt die Methode! Vorliegend ging es um die Bewertung einer Beteiligung im handelsrechtlichen Jahresabschluss. Hier ist der – im Urteil offenbar gesuchte – Verkehrswert allerdings nur dann relevant, wenn die Beteiligung auch verkauft werden soll.

Multiplikatoren: Es kommt auf den Zweck an!

Zur Ermittlung von solchen objektivierten Verkehrswerten sind Multiplikatoren nach den berufsständischen Grundsätzen aber in der Regel nicht geeignet, da sie vom eigentlichen Bewertungsobjekt abstrahieren und bestenfalls eine Bandbreite möglicher Werte liefern (Hüttche/Schmid, *Unternehmensbewertung in der Schweiz*, 2023, S. 70).

Im vorliegenden Fall war eine Veräusserungsabsicht nicht erkennbar, so dass es auch nicht um eine objektivierende Bewertung ging. Auch der Verkehrswert – verstanden als potentieller Marktpreis – ist bei Halteabsicht nicht die richtige Wertart. Es geht dann vielmehr um eine subjektive Bewertung, welche den Wert der Beteiligung aus Sicht des aktuellen Anteilseigners schätzt (Nutzungswert).

Das mag mit Multiplikatoren möglich sein, allerdings sollten diese dann auch die Zukunftsaussichten berücksichtigen, was nur mit sogenannten *forward multiples* der Fall ist, also unter Berücksichtigung künftiger bzw. nachhaltiger Ergebnisse. Im vorliegenden Fall wurde der Multiplikator auf Basis der vier letzten Geschäftsjahre ermittelt, die eine deutliche Verschlechterung der Situation zeigen (2016: TCHF 626, 2017: TCHF 601, 2018: TCHF -135, 2019: TCHF -332).

Bei dieser Datenlage sollte nicht davon ausgegangen werden, dass der einfache Durchschnitt (TCHF 190) nachhaltig erzielbar sein wird. Die vom Bundesgericht angenommene Dynamik und Zukunftsorientierung kann Multiplikatoren also durchaus zugesprochen werden, allerdings sollten sie auch auf inskünftig erwarteten Ergebnissen beruhen.

Fazit

Was ist also aus dem Urteil zu lernen? Zunächst – und das moniert auch das Bundesgericht (E.7) – sollten Wertberichtigungen auf Beteiligungen im Anhang genau beschrieben und begründet werden.

Dann scheint es so zu sein, dass zumindest für diesen Bewertungszweck (also Bewertung von Beteiligungen in der Jahresrechnung und Halteabsicht) eine alleinige Bewertung mit Multiplikatoren grundsätzlich zulässig ist. Allerdings sollten diese dann auch auf Basis eines nachhaltigen, inskünftig zu erwartenden Ergebnisses berechnet werden.

Multiplikatoren auch für die Berechnung von objektivierten Verkehrswerten anzuerkennen, wäre unseres Erachtens jedoch zu viel des Guten.