

# UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung

Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonomen und Juristen aufeinander. Dies sorgt für Dynamik in der Bewertungslehre, -praxis und der Rechtsprechung. Das «Update Unternehmensbewertung» berichtet über aktuelle Entwicklungen.

### 1. EINFÜHRUNG

Unternehmen und die Art ihrer Wertgenerierung unterliegen einem steten Wandel. Das gilt auch für ihre Bewertung (wie hoch ist der Wert?), deren Beurteilung (wie fair ist der Wert?) und deren Verteilung (wem gehört der Wert?). Bewertungslehre, Bewertungspraxis und Rechtsprechung spiegeln diesen Wandel wider. Das «Update Unternehmensbewertung» stellt aktuelle und für die Berufspraxis bedeutsame Entwicklungen in diesen drei Bereichen dar.

### 2. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE

**2.1 Überblick.** Die Bewertungslehre ist als Disziplin schwer zu verorten. Die an der Diskussion beteiligten Wissenschaftler sind überwiegend Ökonomen und Juristen, die unterschiedlichen Denkstilgemeinschaften angehören [1]. Bereits das macht eine Standortbestimmung schwierig. Leichter wird es auch nicht, wenn man die Ökonomen separiert betrachtet, da die einen eng am finanziellen Rechnungswesen arbeiten, die anderen eher zur Statistik, Ökonometrie und Mathematik neigen.

Aus welcher Richtung Impulse auch kommen mögen, es geht nicht darum, stets neue Modelle in die Welt zu bringen, sondern die vorhandenen Modelle an eine neue Welt anzupassen [2]. Die Bewertungslehre befasst sich daher immer mit praktisch erfahrbaren Phänomenen. Aktuell werden vor allem drei Themen diskutiert: Marktrisikoprämie im Tiefzinsumfeld, Ermittlung von Betafaktoren und Debt Beta.

**2.2 Marktrisikoprämie im Tiefzinsumfeld.** Das aktuelle Marktumfeld ist geprägt durch sehr niedrige, zum Teil sogar negative Zinsen für Staatsanleihen. Seit November 2018 befinden sich die Renditen 10-jähriger Schweizer Bundesobligationen wieder im Minusbereich, eine Kehrtwende in naher Zukunft ist nicht in Sicht [3]. Zugleich sind attraktive Renditen am Aktienmarkt zu beobachten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, von welchem risikolosen Zinssatz und welcher Marktrisikoprämie bei Unternehmensbewertungen derzeit ausgegangen werden soll.

Gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) ergibt sich die erwartete Rendite einer Aktie aus einem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich der mit dem Betafaktor multiplizierten Marktrisikoprämie. Grundsätzlich wird mit dem CAPM versucht, die von den Investoren erwartete Rendite herzuleiten. Folglich handelt es sich bei allen Inputfaktoren des CAPM theoretisch um erwartete Grössen. In der Praxis wurden die erwarteten Marktrenditen und Marktrisikoprämien bis anhin in der Regel jedoch durch Rückgriff auf historische Renditen geschätzt. In Zeiten unnatürlich tiefer Zinsen birgt dieses Vorgehen Risiken.

Marktrisikoprämien lassen sich nicht direkt beobachten, sondern müssen indirekt geschätzt bzw. abgeleitet werden. Für den Bewertenden besteht somit ein gewisser Ermessensspielraum. Im Gegensatz zu den Empfehlungen der Berufsstände in Deutschland und Österreich existiert in der Schweiz keine offizielle Empfehlung für die korrekte Höhe der Marktrisikoprämie [4]. Eine in der Vergangenheit häufig verwendete Marktrisikoprämie in Höhe von 5% scheint jedoch nicht

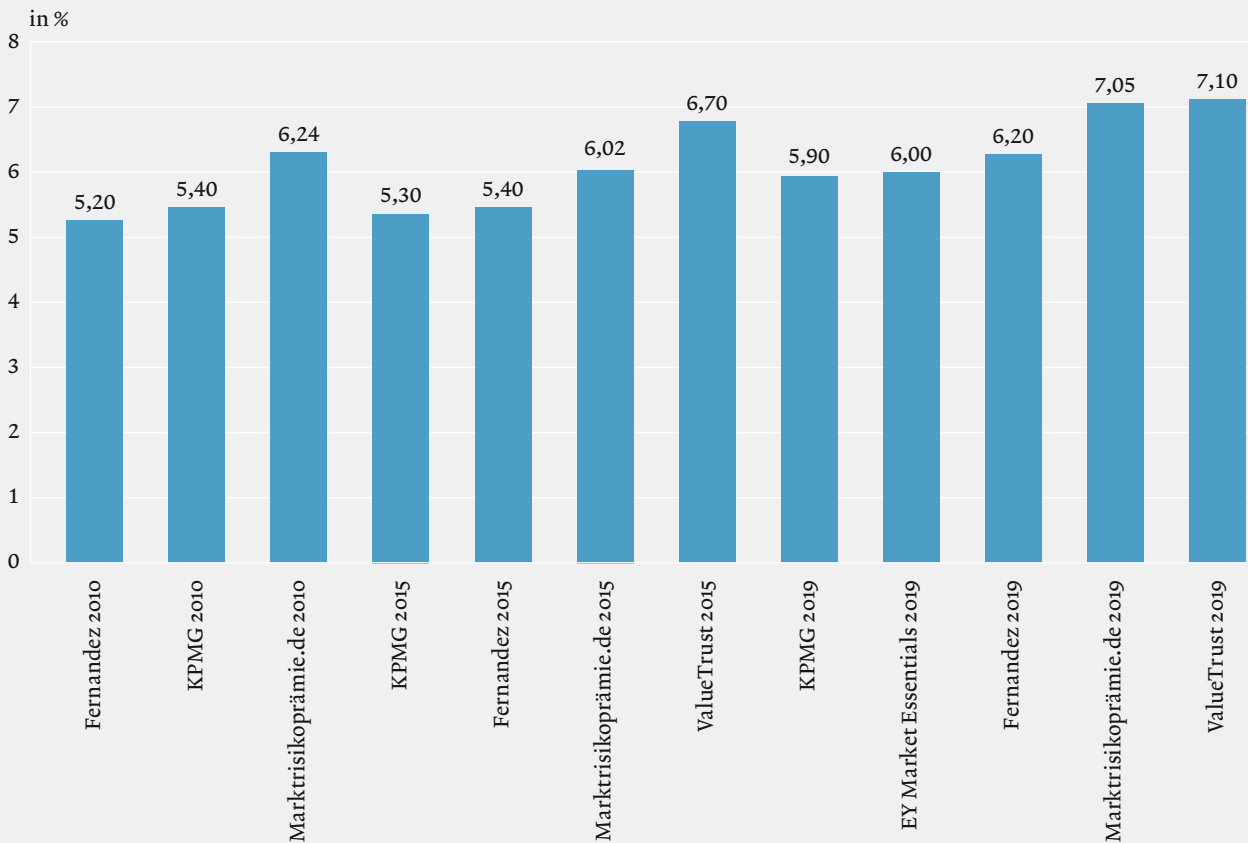


TOBIAS HÜTTICHE,  
 PROF. DR. RER. POL., CVA,  
 WIRTSCHAFTSPRÜFER,  
 STEUERBERATER (D),  
 LEITER INSTITUT  
 FÜR FINANZMANAGEMENT,  
 HOCHSCHULE FÜR  
 WIRTSCHAFT FHNW



FABIAN SCHMID,  
 DR. RER. POL., CVA,  
 GESCHÄFTSFÜHRER  
 UND MITGRÜNDER  
 DER WEVALUE AG,  
 DOZENT AN DER HOCH-  
 SCHULE FÜR  
 WIRTSCHAFT FHNW

Abbildung 1: **MARKTRISIKOPRÄMIE FÜR DIE SCHWEIZ IM ZEITABLAUF UND NACH QUELLE** [6]



mehr länger vertretbar, wenn von einem aktuellen Zinsniveau von deutlich unter 1% ausgegangen wird. Glaubt man daran, dass der Aktienmarkt auch in Zukunft zwischen 7% und 8% pro Jahr hergibt, so ist die Marktrisikoprämie auf 6% bis 7% zu erhöhen (vgl. *Abbildung 1*) [5]. Die Summe aus einem angenommenen risikolosen Zinssatz und der verwendeten Marktrisikoprämie sollte letztlich die erwartete Rendite des Aktienmarktes widerspiegeln. Entscheidend ist dabei weniger, wie hoch diese beiden Grössen – isoliert betrachtet – angesetzt werden, als vielmehr dass sie in der Summe stimmig sein müssen.

**2.3 Ermittlung von Betafaktoren.** Für KMU lässt sich das Beta bekanntlich nicht direkt am Kapitalmarkt beobachten, sondern muss z. B. via börsenkotierte Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder via Branche geschätzt werden. Das Beta soll das zukünftige systematische Risiko einer Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt abbilden. Dabei ist entscheidend, dass der beigezogene Betafaktor unverzerrt und zeitstabil ist und eine aus ökonomischer Sicht plausible Höhe aufweist. Leider ist dies in der Praxis, insbesondere beim Bezug von Schweizer börsenkotierten Unternehmen, nicht immer der Fall.

An der Schweizer Börse SIX sind etwas über 200 Unternehmen gelistet [7]. Darunter befinden sich einige, die relativ klein sind und selten gehandelt werden. Eine wichtige Voraussetzung für einen unverzerrten Betafaktor ist allerdings,

dass die Aktien eine hohe Liquidität aufweisen und rasch auf Markt- und Unternehmensveränderungen reagieren. Wenn neue Informationen sich nicht vollständig bzw. nur zeitverzögert in Aktienkursen widerspiegeln, führt dies zu nach unten verzerrten Betafaktoren. Dies trifft in der Schweiz auf einige börsenkotierte Unternehmen zu, für welche negative Betafaktoren oder Betafaktoren nahe null beobachtet werden können.

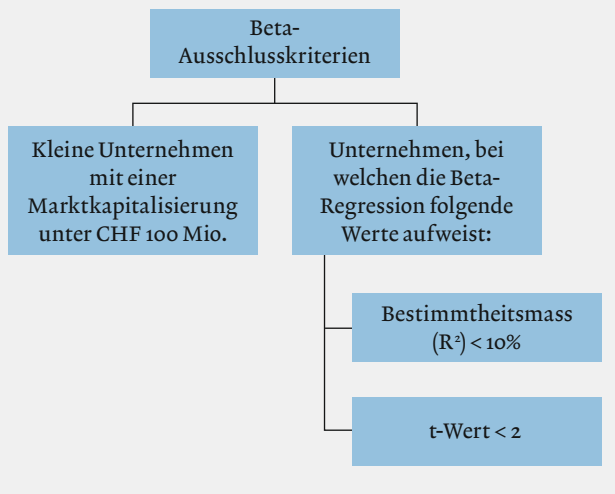
Eine Möglichkeit, um solche illiquide Aktien und somit verzerrte Betafaktoren aufzuspüren bzw. zu eliminieren, ist, bestimmte Filterkriterien anzuwenden (vgl. *Abbildung 2*) [8]. Die Auswahl und absolute Höhe der einzelnen Kriterien ist dabei jedoch nicht sakrosankt.

Wendet man diese Kriterien auf den Schweizer Aktienmarkt an, so verbleiben am Ende noch rund 100 der ursprünglich über 200 Unternehmen [10]. Dies schränkt die ansonsten bereits limitierte Anzahl von Vergleichsunternehmen zusätzlich ein. Als Ausweg bietet sich an, weitere vergleichbare Unternehmen aus dem (benachbarten) Ausland heranzuziehen oder sich auf Branchenbetas abzustützen. Die wohl umfassendste Quelle stammt von Damodaran, der einmal pro Jahr für rund 100 verschiedene Branchen Betafaktoren berechnet und diese online zur Verfügung stellt [11]. Dabei zeigt sich, dass sich Betafaktoren in aller Regel zwischen 0,5 und 1,5 bewegen (vgl. *Abbildung 3*).

Die entscheidende Frage ist letztlich, ob ein Unternehmen zyklischer ist als der Gesamtmarkt (Beta > 1,0) oder weniger



Abbildung 2: **MÖGLICHE FILTERKRITERIEN ZUR ELIMINATION VON VERZERRTEN BETAFAKTOREN** [9]



zyklisch (Beta < 1,0)[12]. Hat man dabei die typische Bandbreite der Branchenbetas vor dem geistigen Auge, hilft dies einem womöglich, durch Illiquidität verursachte unnatürlich tiefe Betafaktoren aufzuspüren und ein für KMU vernünftiges systematisches Risiko zu approximieren.

**2.4 Debt Beta.** Bei Unternehmensbewertungen wird regelmässig davon ausgegangen, dass das Fremdkapital ein Beta von null aufweist, also keinerlei Schwankungen ausgesetzt ist. Dies ist streng genommen nur korrekt, wenn das Fremdkapital risikolos ist und die Gläubiger somit faktisch kein Risiko tragen [13]. Diese Annahme dürfte in der Realität jedoch nahezu niemals erfüllt sein, weshalb sich die Frage aufdrängt, wie in einem solchen Fall vorzugehen ist.

Im Gegensatz zum Betafaktor für das Eigenkapital (Equity bzw. Levered Beta) lässt sich ein Beta für das Fremdkapital (Debt Beta) nur schwer direkt ermitteln, da die meisten Unternehmen kein gehandeltes Fremdkapital haben. Für die praktische Anwendung empfiehlt sich eine indirekte Methode, bei der das Debt Beta ( $\beta_{FK}$ ) als Differenz von (erwartetem) Fremdkapitalkostensatz ( $r_{FK}$ ) und risikolosem Zinssatz ( $r_f$ ) (= Credit Spread) im Verhältnis zur Marktisikoprämie (MRP) hergeleitet wird [14]:

$$\beta_{FK} = \frac{r_{FK} - r_f}{MRP}$$

Grundsätzlich ist beim Un- und Relevern des Betas die Anwendung eines Debt Betas erforderlich, wenn davon auszugehen ist, dass die Nichtberücksichtigung einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis hat [15]. Als Richtwert für die Wesentlichkeit gilt ein Credit Spread von mehr als 200 Basispunkten bzw. ein Debt Beta von über 0,1 [16]. Desweiteren stellt sich die Frage, ob sich ein Unternehmen primär durch «klassische» Bankkredite finanziert, die in der Regel weitgehend oder vollständig besichert sind und bei Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage typischerweise eine Zinsanpassung vorsehen. Ist dies der Fall, was bei KMU

in aller Regel zutreffend sein dürfte, so bestehen keine Bedenken, wenn ein Debt Beta von null angenommen wird. Dies entspricht auch den Empfehlungen der jüngst überarbeiteten Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» [17].

**3. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS**

**3.1 Überblick.** Wie in nahezu allen Lebensbereichen, prägt das «D-Wort» auch die aktuelle Bewertungspraxis. Die Digitalisierung betrifft dabei drei Bereiche: die Wertmassstäbe, die Geschäftsmodelle und die Techniken.

**3.2 Cashflows versus Tokenflows.** Unternehmensbewertungen sind stets nominelle Rechnungen. Bereits an der Frage, wie Cashflows in traditioneller Fremdwährung umgerechnet werden, scheiden sich die Geister [18]. Vollständig in Kryptowährung nominierte Geschäftsmodelle sind derzeit eine Randerscheinung und beschränken sich auf unmittelbar damit verbundene Aktivitäten, wie deren Produktion (Mining), den Handel (Börsen) und die Verwaltung (Wallets). Ob auf den aktuellen Kryptowinter tatsächlich noch ein Kryptofrühling folgt, wird sich weisen. Derzeit sind auf coinmarketcap.com rund 2100 Kryptocoins aktiv, andererseits verzeichnet deadcoins.com 934 «tote» Token, von denen sich rund 20% als Betrug entpuppten. Auf ein ausserhalb dieses Ökosystems nominiertes Geschäftsmodell – also den Bäcker, der gegen «Bäccoins» verkauft und damit bezahlt – wird man wohl noch warten müssen. Ob begrifflich überhaupt noch «Cashflows» oder nicht eher «Tokenflows» abgezinst

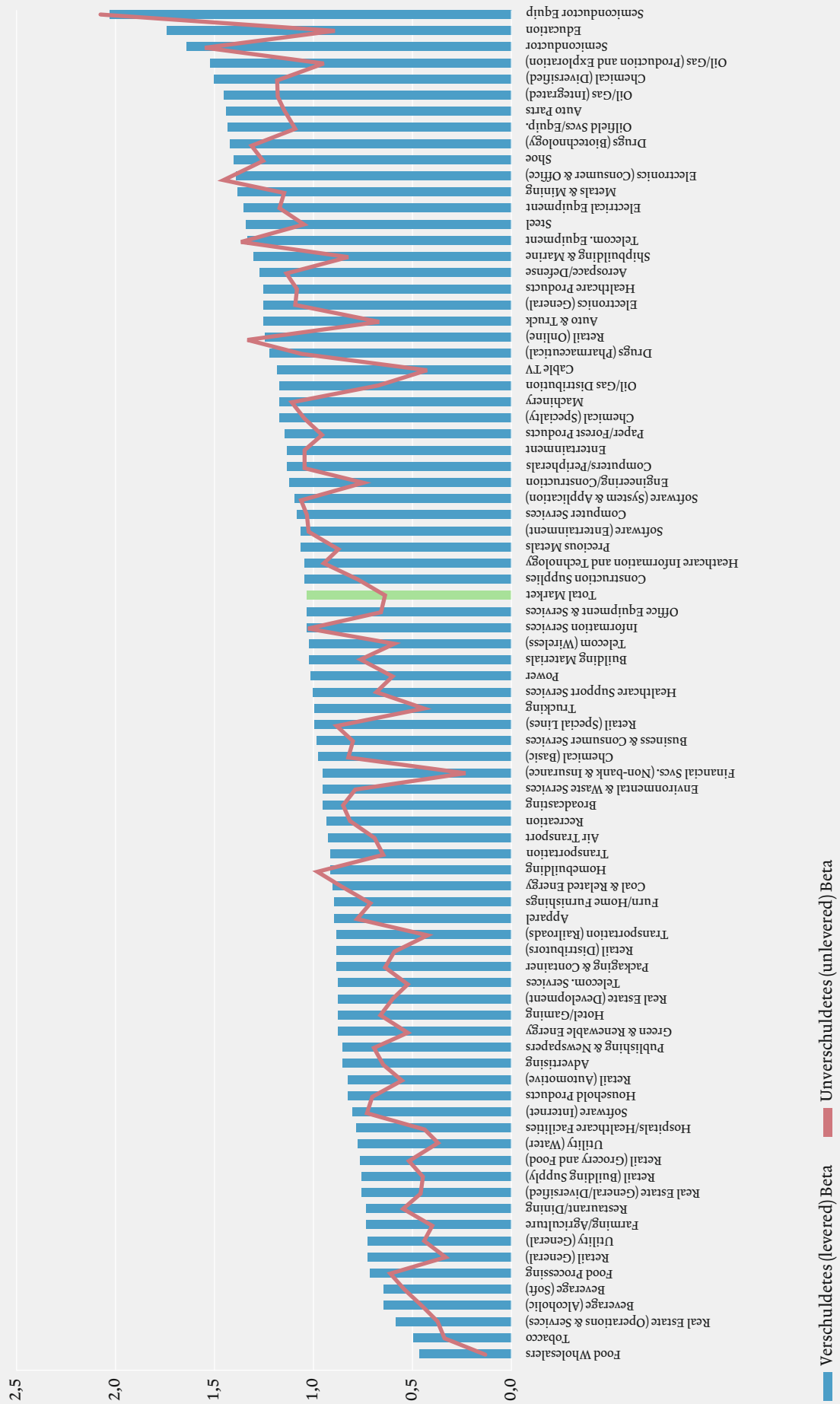
*«Ob auf den aktuellen Kryptowinter tatsächlich noch ein Kryptofrühling folgt, wird sich weisen.»*

werden, wird sich weisen. Allerdings wird diese semantische Unsicherheit die kleinste Sorge bei der Bewertung sein.

Andere Unternehmen wollen mit ihrem Geschäftsmodell hingegen «echtes» Geld verdienen (z. B. mit Datenanalysen [19], Nanofasern [20] oder dem Management von Biomasse [21]), geben aber zur Finanzierung dieses Unterfangens eigene Token heraus. Investoren müssen sich bei ICO (Initial Coin Offerings) oder neuerdings STO (Security Token Offerings) zunächst dieselben Fragen stellen, wie bei jedem anderen Investment: Was taugt das Geschäftsmodell, wie skalierbar, nachhaltig und resilient ist es? Allerdings sind die Risiken höher, denn der Wert der ausgegebenen Token ist nicht nur durch das Geschäftsmodell getrieben, sondern vor allem von der Durchschlagskraft des «White Papers» abhängig, der Teilnahme bekannter Investoren und dem Glauben an das jeweilige Ökosystem [22]. Schliesslich ist das Betrugsrisiko ungleich höher.

**3.3 Endlichkeit versus Restwert.** Disruption droht allorten und rüttelt auch an einem Grundpfeiler der Unternehmensbewertung, nämlich an der Annahme einer unendli-

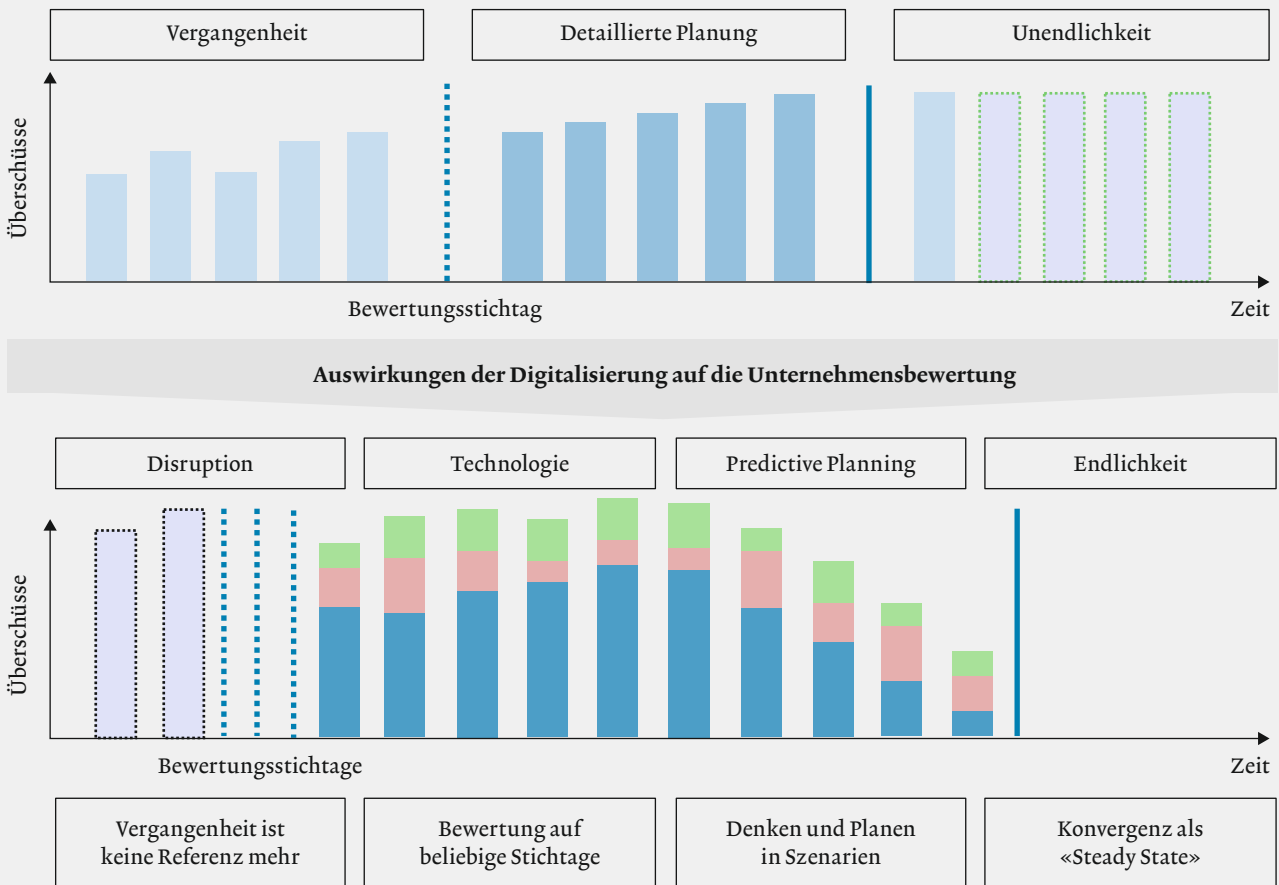
Abbildung 3: VERSCHULDETE (LEVERED) UND UNVERSCHULDETE (UNLEVERED) BETAFAKTOREN FÜR VERSCHIEDENE BRANCHEN



Quelle: Damodaran (2019)

■ Verschuldetes (levered) Beta ■ Unverschuldetes (unlevered) Beta

Abbildung 4: **AUSWIRKUNGEN DER DIGITALISIERUNG AUF DIE UNTERNEHMENSBEWERTUNG** [26]



chen Unternehmenslebensdauer [23]. So wird im Standard-DCF-Modell nach einigen Jahren der detaillierten Planung ein Restwert ermittelt, der üblicherweise den grössten Teil des Unternehmenswertes ausmacht.

Dieses Modell unterstellt den «Steady State», einen eingeschwungenen Zustand, also eine ewige Phase der «kontemplativen Ruhe». Soweit die Theorie und die Hoffnung. Tatsächlich werden nur wenige Unternehmen diesen Zustand jemals erreichen.

Die digitale Transformation verkürzt die Lebensdauer tragfähiger Geschäftsmodelle. Wollen Unternehmen ewig leben, müssen sie sich auch ewig wandeln. Für die Unternehmensbewertung bedeutet dies, dass das am Bewertungsstichtag gültige Geschäftsmodell lediglich eine beschränkte Lebensdauer hat. Die Herausforderung besteht darin, diese Zeitperiode sachgerecht abzuschätzen. Vermutlich wird diese länger als der gewöhnliche Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren sein, aber auch nicht ewig andauern.

Die Digitalisierung wird also die übliche Zweiteilung in detaillierte Planung und Restwert aufweichen. Unternehmensbewertung wird zukünftig wohl bedeuten, einen Planungszeitraum von 8 bis 15 Jahren abzubilden. Der anschliessend zu berechnende Restwert wird dann entweder das Absinken der Unternehmensrendite auf das Branchenniveau unterstellen (Konvergenz auf die Kapitalkosten) oder ggf. die Liquidation (vgl. *Abbildung 4*).

**3.4 Web versus Excel.** Unternehmensbewertung ist nach Meinung der Autoren weder Kunst noch Wissenschaft, sondern Handwerk. Dazu braucht man Erfahrung und gutes Werkzeug. Während Excel für die Modellierung von Einzelfällen (Sanierungen, Debt-Equity-Swaps, LBOs u. ä.) weiterhin die erste Wahl sein wird, werden bei Standardfällen mehr und mehr webbasierte Bewertungstools zum Einsatz kommen. Sinnvollerweise sind diese nicht als «Robo-DCF» [24] gebaut, sondern nehmen Bewertenden vor allem fehleranfällige und aufwendige Modellierungsarbeiten ab [25]. Wie bei allen digitalisierten Prozessen, erfordert Vertrauen in solche Lösungen eine ausgeprägte Erklärungskomponente: Der Anwender muss wissen, was, warum und wie das Werkzeug rechnet. Kann er sich darauf verlassen, bleibt ihm mehr Zeit für die wertvollen Tätigkeiten im Wortsinne: die Analyse des Geschäftsmodells, die Identifikation der Werttreiber und das Denken in Szenarien. Wie viele Jahre geplant werden, wie hoch die Kapitalkosten sind, wie der Restwert berechnet wird, kann bzw. sollte nicht durch ein Werkzeug bestimmt werden. Es kann jedoch sachgerechte Vorschläge machen, die dem Bewertenden eine fundierte Entscheidung ermöglichen.

Im Internet sind Bewertungsmodelle stets gepflegt, Marktdaten aktuell, Berechnungen verknüpft und Reports schnell generierbar. Unternehmensbewertungen können damit nicht nur schneller und effizienter durchgeführt, sondern auch häufiger angeboten werden. Statt den Wert auf einen zu-

rückliegenden Stichtag zu berechnen, kann aktuell und in Echtzeit bewertet werden.

Digitalisierte Daten werden auch die Planung verändern. Während man sich derzeit noch auf einwertige Zeitreihen oder Kennzahlenanalysen beschränkt, werden mit *Predictive Planning* aus Vergangenheitsdaten und statistischen Modellen mögliche zukünftige Entwicklungsverläufe abgeleitet. An diesen können die eigenen Planungen gemessen werden. Mit zunehmender Reife der vorhersagenden Technologie lassen sich eigene Planungen möglicherweise sogar weitestgehend ablösen. Auch hier gilt, dass die Statistik die Erfahrung nicht ersetzen kann. Die Sicherung der Datenqualität, das Hinterfragen von Kausalitäten und die kritische Würdigung der Ergebnisse verbleiben (noch?) bei den Bewertenden.

#### 4. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

**4.1 Überblick.** Unternehmensbewertung ist nicht nur in der Wissenschaft, sondern auch in der Praxis ein «Begegnungsfach» [27] zwischen Ökonomen und Juristen. Immer häufiger begegnet man sich in Gerichtssälen [28]. Ökonomen müssen damit rechnen, dass ihre Gutachten von Juristen beurteilt werden. Sie tun daher gut daran, sich mit den rechtlichen Aspekten der Unternehmensbewertung zu befassen. Dies betrifft rechtlich erforderliche Bewertungen (z. B. Gründungsprüfungen), vertraglich vereinbarte Bewertungen (z. B. in Aktionärsbindungsverträgen) oder Verfahrensfragen (z. B. wenn Richter selbst rechnen).

Die folgenden Fälle geben dazu Hinweise:

**4.2 Unabhängigkeit bei der Gründungsprüfung.** Eine einfache Gesellschaft wurde in eine zu gründende AG eingebracht (Sacheinlage und Sachübernahme). Der zugelassene Revisionsexperte «R» führte eine Gründungsprüfung durch, allerdings mit Schönheitsfehlern: Er war bereits an der einfachen Gesellschaft mit 5% beteiligt und übernahm darüber hinaus eine Beteiligung in gleicher Höhe an der AG. Zudem wurde er an der Gründungsversammlung zum Verwaltungsrat gewählt. Verständlicherweise äusserte das Handelsregisteramt Zweifel an der Unabhängigkeit. «R» führte zwar an, dass es sich um ein bescheidenes Mandat gehandelt habe, die organisatorische und personelle Trennung gepflegt wurde, er erst am Tag der Gründungsprüfung von der geplanten Einsitznahme erfahren habe und er nicht mehr lange berufstätig sei. Allerdings drang er damit bei der RAB nicht durch, die ihm u. a. für zwei Jahre die Zulassung entzog [29]. Dass er nach Erlass der Verfügung aus dem Verwaltungsrat ausgetreten war, änderte nichts. Die darauf gerichtete Beschwerde wies das Bundesverwaltungsgericht zunächst ab [30].

Das anschliessend von «R» angerufene Bundesgericht bestätigte mit Urteil vom 23. November 2016 die Einschätzung der Vorinstanz, dass es sich um «einen schweren Verstoss gegen ... aufsichtsrechtlich verankerte Berufspflichten» handelte [31]. Allerdings sah es die Sanktionen als unverhältnismässig an, da «R» fünfzig (!) Jahre unbescholten beruflich tätig gewesen sei, auf eine Beseitigung der Mängel hingearbeitet habe und im Übrigen mildere und genauso zweckmässige Sanktionen (hier ein schriftlicher Verweis) zur Verfügung gestanden hätten.

Was ist daraus zu lernen? Zunächst – und das ist bekannt – dass Alter nicht vor Strafe schützt. Weiter – auch das ist bekannt, wird aber mitunter verdrängt – dass eine Gründungsprüfung in Prüfungsziel und -methodik der ordentlichen Revision entspricht. Dass der Gesetzgeber (nur) einen Revisor und nicht einen Revisionsexperten verlangt, hat der Gesetzgeber aus Kostengründen zugelassen, auch wenn letzteres «an sich wünschbar» [32] gewesen wäre. Insofern sind auch die Regelungen zur Unabhängigkeit nach Art. 728 OR zu beachten. Schliesslich ein formales, aber entscheidendes Detail: Der Abschluss des Gründungsprüfungsmandats ist nicht das Ende des Auftrags oder die Auslieferung des Berichts, sondern die Vornahme des Eintrags im Handelsregister. Nach Eingang der Anmeldung prüft das Handelsregisteramt, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für die Eintragung erfüllt sind (Art. 940 OR, Art. 28 HRegV). Ein danach erfolgender Erwerb der Aktien wäre also wohl nicht aufgegriffen worden, hätte aber (bei ansonsten unveränderter Konstellation) nichts an der Beurteilung geändert.

**4.3 Bewertungsklauseln in Aktionärsbindungsverträgen.** Im Rahmen einer Nachfolgeregelung verkaufte Wirtschaftsprüfer «W» die Hälfte seiner Beteiligung an einen Berufskollegen. Dabei fand eine im Aktionärsbindungsvertrag (ABV) fixierte Formel Anwendung, nach der auch die übrigen Aktionäre ihr Vorhandrecht ausüben konnten. Den so bestimmten Verkaufspreis übernahm «W» für das fragliche Jahr auch als Verkehrs- und damit Steuerwert der ihm verbliebenen Beteiligung. Das kantonale Steueramt folgte dem nicht und bewertete seine Beteiligung nach dem Kreisschreiben (KS) 28, also einer Kombination von Substanz- und Ertragswert [33].

Das Steuerrekursgericht Zürich wies den Rekurs des Steuerpflichtigen am 8. August 2017 ab [34]. Zunächst – und das ist für viele KMU mit tätigen Aktionären von Bedeutung – bezweifelte das Gericht grundsätzlich, dass in ABV enthaltene Vorhandrechte und Preisabreden zu Verkehrswerten führen können.

Ein solcher Wert widerspiegeln «nicht den inneren Wert der Aktien (...) sondern einen Wert, welcher massgeblich von im Aktionärsbindungsvertrag vorgegebenen Interessen der Partner im Hinblick auf die Eingliederung eines neuen Aktionärs als Mitarbeiter beeinflusst wird».

Die Argumentation ist einleuchtend und zeigt, dass es nicht den einen, sondern nur (jeweils) zweckmässige Unternehmenswerte gibt. Dies betrifft nicht nur steuerliche Zwecke, sondern weitergehend alle Situationen, die in ABV geregelt werden können. Ob Wertfindung bei Ausschluss oder Abfindung eines lästig oder untätig gewordenen Aktionärs, ob Insolvenz oder Erbgang, «gleich» bedeutet nicht «gerecht». So wie bei der Unternehmensbewertung häufig mehrere Methoden angewendet werden, sollte ein situativer Methodenmix auch im ABV berücksichtigt werden.

Originell ist hingegen die Methodendiskussion. Nach Ansicht des Gerichts sind «die in Frage stehenden Bewertungsmethoden – Substanz- + Ertragswert bzw. Substanzwert + Goodwill – durchaus miteinander vereinbar und führen bei

Anwendung von sachgerechten Parametern auch zu ähnlichen Ergebnissen».

Das ist natürlich nicht richtig. So lässt sich die als Praktikerverfahren bekannte und z. B. im KS 28 manifestierte Kombination von Substanz- und Ertragswert theoretisch kaum begründen. Eine Aufspaltung in Substanzwert und Goodwill ist hingegen an gängige Über- oder Residualgewinnverfahren angelehnt und plausibel. Dass beide Verfahren zu ähnlichen Ergebnissen führen, ist eher Zufall denn Methode.

Schliesslich widmete sich das Gericht – etwas versteckt – der Frage der Übertragbarkeit der Ertragskraft. Im entschiedenen Fall hatte der Steuerpflichtige bei der Bewertung den auf den Verkäufer der Beteiligung entfallenden Umsatzanteil ausgeschieden. Dahinter stand offenbar die Überlegung, dass mit dessen Ausscheiden auch die von ihm betreuten Kunden wegfallen würden. Ob es angemessen war, den vollständigen Wegfall der Bestandskunden anzunehmen, sei dahingestellt. Dem Grunde nach ist eine Korrektur konzeptionell richtig. Das Gericht war anderer Ansicht: Der Einschlag sei nach dessen Ansicht «nicht einzusehen».

**4.4 Wenn Richter rechnen.** Streitlustige Parteien tragen einen Fall häufig durch alle Instanzen. Dass ein Fall gleich dreimal durch dieselben Instanzen geht, ist eher selten. Noch seltener ist – obschon «iudex non calculat» – dass Zweifel an richterlichen Rechenkünsten ein Grund dafür sind.

Der Fall als solches liegt länger zurück und wurde bereits an anderer Stelle von den Autoren besprochen [35]: Der Käufer eines Unternehmens stellte nach Erwerb fest, dass dessen Verhältnisse – trotz eines positiven Bewertungsgutachtens – alles andere als rosig waren. Er trat vom Vertrag zurück und forderte den Kaufpreis wieder ein, worüber dann auch gestritten wurde. Das Handelsgericht Zürich wies mit Beschluss vom 21. Dezember 2015 die Klage mehrheitlich zurück, da der Beweis eines Irrtums oder Täuschung nicht gelungen sei [36]. Dies sah das Bundesgericht anders. Es entschied im Urteil vom 11. August 2016, dass Mängel in der Kaufpreisberechnung durchaus zu einem Grundlagenirrtum führen können und zum Rücktritt vom Vertrag berechtigen [37]. Zur Feststellung möglicher Mängel wurde das Verfahren an das Handelsgericht Zürich zurückgewiesen, mit der Auflage, eine Expertise über den Unternehmenswert und das in Rede stehende Bewertungsgutachten einzuholen.

Der vom Handelsgericht im Dezember 2016 bestellte Gutachter stellte unmissverständlich fest, dass der Berater des

Käufers bei der Bewertung «sowohl methodische als auch grundsätzliche Fehler begangen» habe und berechnete einen neuen Unternehmenswert. Nun schlug das Verfahren eine bemerkenswerte Volte, denn das Handelsgericht übernahm im neuerlichen Urteil vom 3. Januar 2018 nicht diesen Wert, sondern stellte eigene Überlegungen zu Goodwill und dem Substanzwert an und begründete dies mit Abschlägen und zu hohen pauschalen Abzügen [38]. Erneut kam es zum Schluss, dass dem Kläger der Beweis nicht gelänge, dass der tatsächliche Unternehmenswert wesentlich von seinen Vorstellungen abgewichen sei.

Der Kläger – mit dem neuerlichen Urteil nicht zufrieden – legte dagegen erneut Beschwerde ein und gelangte ein weiteres Mal vor das Bundesgericht. Dieses erteilte den eigenen Berechnungen der Vorinstanz im Urteil vom 27. Juni 2018 eine klare Absage: «Das Gericht soll nicht sein Fachwissen über das Fachwissen des Experten stellen und sich als Schiedsrichter in einem Meinungsstreit zwischen Fachleuten ausgeben» [39]. Es könne zwar «seinen eigenen Sachverstand nutzen und auf die Einholung eines Gutachtens verzichten», dazu bedürfe es aber «über die allgemeine Lebenserfahrung hinausgehende Sachkenntnisse». Von einer nochmaligen Rückverweisung in der Grundsatzfrage sah das Bundesgericht ab, da dies einem «formalistischen Leerlauf» gleichkomme. Wohl wurde dem Handelsgericht Zürich – das sich nun zum dritten Mal mit dem Fall zu befassen hat – die Neuregelung der Kosten- und Entschädigungsfolgen zugewiesen.

Die Urteile zeigen einmal mehr, dass es bei der Unternehmensbewertung besonderer Sorgfalt und guter Dokumentation bedarf. Dies gilt schon – wie der Streitfall zeigt – im Rahmen der Beratungsfunktion. Wäre bereits hier eine Bewertung «lege artis» erfolgt, hätte man den Richtern viel Arbeit und vor allen Dingen das Rechnen erspart.

## 5. FAZIT

Die Lehre, die Praxis und die Rechtsprechung sorgen für Dynamik bei Unternehmensbewertungen. Ruhiger wird es nicht werden. Die Revision des Erbrechts bringt zwar ein eigenes Unternehmenserb- und Bewertungsrecht, überlässt dessen Umsetzung bei der Unternehmensbewertung aber der Praxis [40]. Hier – wie auch bei anderen Bewertungsaufgaben – liegt die Lösung zwar immer im Ermessen der Bewertenden. Diese müssen aber die aktuellen Entwicklungen in der Praxis, das theoretisch Mögliche, wie auch das rechtliche Zulässige kennen. ■

**Anmerkungen:** 1) Vgl. Kruschwitz L., Löffler, A., Sloan, P.F.E., Unternehmensbewertung – Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition, Berlin 2010, S. 257–273, S. 259. 2) Vgl. Harris K., Professor Aswath Damodaran on Valuation Damodaran, auf den Seiten von Forbes am 17. Juli 2018, <https://www.forbes.com/sites/kevinharris/2018/07/17/professor-aswath-damodaran-on-valuation/#33dcb201722c>, Zugriff am 16. April 2019. 3) Vgl. Schweizerische Nationalbank (SNB) zum Stand und zur historischen Entwicklung der risikolosen Rendite, <https://data.snb.ch/de>, Zugriff am 16. April 2019. 4) Vgl. KWT: Empfehlung KFS/BW 1 E 7 vom 28. Novem-

ber 2017 des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zu Basiszins und Marktrisikoprämie für Österreich, IDW: Empfehlung vom 19. August 2012 des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW zum Ansatz der Marktrisikoprämie für Deutschland, Castedello, M., et al.: Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld – Hintergrund und Erläuterung der Empfehlung des FAUB, in: WPg 2018, S. 806–825. 5) Vgl. Schmid, F., Hüttche, T., Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: Expert Focus 4/2019, S. 268–270, S. 270. Schmid, F., Bewertung eines KMU mittels DCF-

Methode: Schritt für Schritt, in: Mathis, A., Nobs, R. (Hrsg.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, S. 25–60, S. 45f., Pictet, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2018), <https://www.group.pictet/de/medien/die-performance-von-aktien-und-obligationen-der-schweiz>, Zugriff am 16. April 2019. 6) Vgl. <http://www.marktrisikoprämie.de/ch.html>; Jährliche Kapitalkostenstudie von KPMG, Quartalsweise Valuation Market Essentials Switzerland von EY, Halbjährliche DACH-Kapitalmarktstudie von ValueTrust, Jährliche Market Risk Premium and Risk-free Rate Studie von Fernandez, P. et al., Zugriff auf alle Quellen am



16. April 2019. 7) Vgl. [https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/issuer\\_list\\_de.html](https://www.six-group.com/exchanges/shares/companies/issuer_list_de.html), Zugriff am 16. April 2019. 8) Vgl. Raicov, D., Trafford R., Vasicsek and Blume Betas – Back to the Future (Part I of II), in: *The Value Examiner*, 1–2/2019, S. 13–22, S. 17; Franken, L. et al.: Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung – Unternehmens- und Branchenanalysen 2018/2019, Düsseldorf 2018, S. 427 ff. 9) Das Bestimmtheitsmass  $R^2$  gibt an, welcher Anteil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt werden kann und somit wie hoch der Anteil des systematischen Risikos am Gesamtrisiko einer Aktie ist. Der t-Wert dient dazu zu überprüfen, ob der Betafaktor statistisch signifikant ist, d.h. sich von null unterscheidet. 10) Vgl. Schmid F., Hüttche, T., Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: *Expert Focus 4/2019*, S. 268–277, S. 273. 11) Vgl. Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, Zugriff am 16. April 2019. 12) Vgl. Hüttche T., Schmid F., Pragmatisch, praktisch, gut – DCF-Bewertung von KMU, in: *Trex 2/2019*, S. 84–89, S. 85 f. 13) Vgl. Castedello, M., Schöniger S., Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen, Düsseldorf 2018, S. 256 ff. 14) Vgl. Schmid, F., Hüttche T., Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: *Expert Focus 4/2019*, S. 268–277, S. 275; Zwirner, C., Zimny G., Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Unternehmensbewertung, *IDW Praxishinweis 2/2018*, in: *Der Betrieb 3/2019*, S. 77–82, S. 78. 15) Vgl. Schmid, F., Hüttche, T., Bestimmung der Kapitalkosten in

der Praxis, in: *Expert Focus 4/2019*, S. 268–277, S. 272; Hüttche/Meier-Mazzucato: Unternehmensbewertung für Schweizer KMU – Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse, Zürich 2018, S. 119 ff. 16) Vgl. KWT: Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Berücksichtigung eines Debt Beta vom 21. Mai 2015. 17) Vgl. Expertssuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU, 2018, RN 110. 18) Vgl. Ruiz de Vargas, S., Prognosemethoden für marktdeterminierte Wechselkurse bei rechtlich geprägten Unternehmensbewertungen, in: *Bewertungspraktiker 2/2018*, S. 34–49. 19) Die Firma Madana gibt dazu den PAX Token heraus, vgl. [www.madana.io](http://www.madana.io). 20) Die Firma Nafen gibt dazu den NFN Token heraus, vgl. [www.nafen.co](http://www.nafen.co). 21) Die Firma Terragreen gibt dazu den TerraGreen Coin heraus, vgl. [terragreen.io](http://terragreen.io). 22) Vgl. Beaton, N., J., Cryptocurrency – The Future of Currency or Twenty-First Century Mythical Beast, in: *The Value Examiner*, 1–2/2019, S. 6–12, S. 10. 23) Vgl. dazu und im Folgenden Hüttche, T., Schmid, F., Disrupted oder Discounted Cashflow? – Digitalisierung und Unternehmensbewertung, in: *Rechnungswesen & Controlling 1/2019*, S. 22–24, S. 22 f. 24) Musings on Markets, Blog von Aswath Damodaran, <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/02/dcf-myth-1-if-you-have-discount-rate.html>, Zugriff am 16. April 2019. 25) Zu nennen sind z.B. die Ange-

bote von wevalue.ch, PWC Evaluation oder valutico.com. 26) Entnommen aus Hüttche, T., Schmid, F., Disrupted oder Discounted Cashflow? – Digitalisierung und Unternehmensbewertung, in: *Rechnungswesen & Controlling 1/2019*, S. 23. 27) Grossfeld, B., Egger, U., Thönnies W.A., *Recht der Unternehmensbewertung*, 8. Auflage, Köln 2016, S. 46. 28) Zu den steigenden Fallzahlen streitiger und gerichtsanhängiger Unternehmensbewertungen vgl. Hüttche, T., Entwicklungen bei der Bewertung von KMU, in: *DST 9/2014*, S. 740–747, S. 741. 29) RAB, Verfügung vom 3. November 2015. 30) BVGer, Urteil vom 21. April 2016, Abteilung II, B-7872/2015. 31) BGER vom 23. November 2016 – 2C\_487/2016, E 2.4. 32) Botschaft Revisionspflicht, BBl 2004 3969, 4034. 33) Vgl. ESTV, Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer (Kreisschreiben Nr. 28 vom 21. August 2008). 34) Steuerrekursgericht Zürich, Entscheid vom 8. August 2017 – 1 ST.2017.50. 35) Vgl. Hüttche, T., Dos and Don'ts bei der Bewertung von KMU, in: *Expert Focus 4/2017*, S. 237–244, S. 237. 36) Beschluss des Handelsgerichts Zürich vom 21. Dezember 2015 – HG 140021-O. 37) BGER vom 11. August 2016 – 4A\_97/2016. 38) Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 3. Januar 2018 – HG 160185-O. 39) BGER vom 27. Juni 2018 – 4A\_87/2018, E. 4.1 40) Vgl. Erläuternder Bericht zum Vorentwurf zur Änderung des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs (Unternehmensnachfolge) vom 10. April 2019, Fn. 33.