

Die überarbeitete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse

Hintergrund, Anwendung, Umsetzung



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater (D) sowie 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 ist Partner einer Treuhandgesellschaft mit Standorten in Deutschland

und der Schweiz und berät Unternehmen und Unternehmer bei finanziellen Entscheiden. Tobias Hüttche ist Autor einer Reihe von Büchern und Beiträgen zu Themen der Unternehmensbewertung, Rechnungslegung und Bilanzanalyse.



Dr. Giorgio Meier-Mazzucato ist Jurist, Fachmann im Finanz- und Rechnungswesen mit eidg. Fachausweis, eidg. dipl. Treuhandexperte und eidg. dipl. Steuerexperte. Er ist einerseits Gründer und geschäftsführender Partner einer Treuhandgruppe, wo er sich seit vielen Jahren theoretisch und praktisch mit unterschiedlichen Unternehmensbewertungen befasst, und andererseits Dozent für Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerrecht

sowie Rechnungslegungs- und Umstrukturierungsrecht bei verschiedenen Bildungsorganisationen. Last but not least ist er Bezirksrichter am Zivil- und Strafgericht Aarau.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	175
2.	Mandatsannahme	177
2.1	Überblick.....	177
2.2	Abgrenzung der Bewertungsaufgabe.....	178
2.3	Besonderheiten bei der Ermittlung von «Normwerten».....	179
3.	Mandatsabwicklung	182
3.1	Überblick.....	182
3.2	Ausgewählte Bewertungsgrundsätze.....	182
3.2.1	Bewertungsgrundsätze.....	182
3.2.2	Zahlungsstromorientierung.....	182
3.2.3	Stichtagsprinzip.....	183
3.2.4	Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips.....	186
3.3	Übertragbarkeit der Ertragskraft.....	187
3.4	Methodenwahl.....	191
3.5	Planung im Detail- und Restwertzeitraum.....	193
3.6	Bestimmung der Kapitalstruktur.....	195
4.	Berichterstattung	196
5.	Fazit	200
	Literaturverzeichnis	200

1. Einleitung

Anders als die Revision, ist eine Unternehmensbewertung kein wiederkehrendes und planbares Mandat. Gleichwohl muss das erforderliche Fachwissen aktuell und das Handwerkszeug vorhanden sein, also ein ideales Thema für die Facharbeit des Berufsstands. Die erste Fachmitteilung der EXPERTsuisse (damals noch Treuhand-Kammer) zum Thema Unternehmensbewertung stammte aus dem Jahr 1994 und wurde 2008 überarbeitet. Im Jahr 2018 – wurde diese Fachmitteilung grundlegend überarbeitet und erweitert. Die Autoren des vorliegenden Beitrags hatten diese Arbeiten im Auftrag der EXPERTsuisse durchgeführt und das Projekt begleitet.

Die überarbeitete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse (nachfolgend FM 2018) ist bei Bewertungen nach dem 1. Januar 2019 zu beachten.

Drei Gründe waren für die Neufassung massgebend:¹

1. Gerade bei der Bewertung von KMU ist der Graben zwischen Theorie und Praxis erheblich. Nun kann man die realitätsferne Bewertungslehre bedauern oder die theorieferne Bewertungspraxis beklagen – man kann aber auch Brücken bauen. Diesen Weg wählt die überarbeitete FM 2018: Sie basiert auf dem aktuellen Stand der Bewertungslehre und zeigt deren Anwendung in der Praxis auf. Dabei soll der Anwender weder überfordert noch gegängelt werden. Es wird ein verbindlicher Rahmen aufgezeigt, innerhalb dessen die Lösung des Einzelfalls im Ermessen des Bewertenden liegt.
2. Unternehmensbewertungen müssen rechtssicher sein, und zwar im Interesse aller Beteiligten und Betroffenen. Der vom Bundesgericht bis anhin vertretene Methodenpluralismus bei der Unternehmensbewertung bedeutet nicht Beliebigkeit. Die Grenze ist dort zu ziehen, wo «anerkannte Bewertungsgrundsätze und -methoden nicht oder unzutreffend angewendet wurden».² Die FM 2018 zeigt diese konkret auf.

1 Vgl. Hüttche (2018) S. 771.

2 BGer vom 03.04.2001 4C.363/2000, E.3.b.

3. Blickt man nach Deutschland und Österreich, war der dortige Berufsstand in Sachen Unternehmensbewertung von KMU recht aktiv. Dies allein ist kein Grund für Betriebsamkeit, allerdings zeigt es doch den Bedarf der Praxis an Orientierung. Diese bietet die neue FM 2018. Ergänzt um Checklisten, Arbeitshilfen und eine umfangreiche Kommentierung stellt sie nicht nur das dar, was getan werden soll, sondern auch, wie man dies tun kann.

Vergleicht man die überarbeitete FM 2018 mit den Verlautbarungen des Berufsstands in Deutschland und Österreich, so tritt diese nicht durch besonders überraschende oder kreative Einfälle hervor. Allerdings ergeben sich – begründet durch die hiesigen Besonderheiten – Unterschiede:³

- Da es in der Schweiz – anders als in Deutschland und Österreich – kein gesetzliches Berufsrecht der Wirtschaftsprüfer gibt, wird in der FM 2018 ausführlich zu den Anforderungen an Bewertende Stellung genommen.
- Besonderes Augenmerk wird auf die Unabhängigkeit gelegt. Dies schon deswegen, weil die Schweiz den Abschlussprüfern bei einer eingeschränkten Revision auch die Mitwirkung am zu prüfenden Sachverhalt in Grenzen ermöglicht.
- Im Unterschied zu den an dieser Stelle zögerlichen Verlautbarungen in Deutschland und Österreich,⁴ wird die Ermittlung von Argumentationswerten bei den Bewertungsfunktionen ausdrücklich aufgeführt. Es wird darauf hingewiesen, dass die Erstellung von «Gefälligkeitsgutachten» davon nicht gedeckt ist.
- Wertüberlegungen als Bewertungsaufgabe ohne abschliessendes Werturteil werden ausdrücklich erwähnt und geregelt.
- Persönliche Steuern auf Ebene des Anteilseigners werden grundsätzlich nicht berücksichtigt, weder bei den finanziellen Überschüssen noch bei der Ableitung der Kapitalkosten.
- Zur Ermittlung von Marktrisikoprämien werden ausdrücklich Schätzungen auf Basis historischer Kapitalmarktdaten (entspricht den berufsständischen Empfehlungen in Deutschland) oder die Verwendung

3 Vgl. Hüttche/Schmid (2018), S. 50.

4 Namentlich sind dies in Deutschland die «Grundsätze für die Durchführung von Unternehmensbewertungen» des *Instituts der Wirtschaftsprüfer* (IDW S1 i.d.F. 2008) und in Österreich das «Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung» (KFS/BW 1), jeweils ergänzt um Hinweise sowie Fragen und Antworten.

impliziter Markttrenditen (entspricht den berufsständischen Empfehlungen in Österreich) zugelassen.

- Zu- und Abschläge sind in der Schweizer Praxis weit verbreitet. Entsprechend erlaubt die FM 2018 deren Verwendung, verlangt allerdings besondere Sorgfalt bei deren Auswahl und Bemessung.

Der folgende Beitrag geht auf die wesentlichen Inhalte der FM 2018 ein, beleuchtet die Hintergründe und stellt an konkreten Beispielen ihre Umsetzung vor.

2. Mandatsannahme

2.1 Überblick

Die FM 2018 folgt dem Prozess der Unternehmensbewertung: von der Mandatsannahme über die Mandatsabwicklung bis zur Dokumentation und Berichterstattung. Die Ausführungen zur Mandatsannahme beschreiben die Bewertungsanlässe sowie die Bewertungszwecke und Bewertungskonzeptionen.

Dabei wird die in der Bewertungslehre übliche Unterscheidung in eine subjektive und objektivierete Wertermittlung getroffen: Unbestritten ist der Wert eines Unternehmens stets von den Wertvorstellungen des Bewertungssubjekts abhängig und damit stets subjektiv. Der Marktmechanismus sorgt – etwa bei einem Unternehmensverkauf – für einen Ausgleich gegenläufiger Interessen von Käufer und Verkäufer, also für eine Objektivierung der individuellen Vorstellungen. Fehlt es an einem Markt, wird aber dennoch ein die Interessen ausgleichender Wert benötigt – beispielsweise im Güterrecht, beispielsweise Erbrecht oder bei Abfindungen –, muss ein solch objektivierender Wert ermittelt werden.

Neben den fachlichen und beruflichen Verhaltensanforderungen wird insbesondere auf das Erfordernis der Unabhängigkeit hingewiesen. Dabei wird auch klargestellt, dass die Richtlinien zur Unabhängigkeit von EXPERTsuisse nicht unmittelbar auf Unternehmensbewertungen anzuwenden sind. Etwas anderes gilt nur dann, wenn der Prüfungsauftrag Unternehmensbewertungen umfasst (z.B. Fusions- oder Gründungsprüfungen, Wertminderungstests etc.). Die von der EXPERTsuisse beschriebenen allgemeinen Standes- und Berufsregeln zur Qualitätssicherung

sind hingegen zu beachten. Dies gilt auch bei der Verwendung von Arbeiten Dritter. Von deren Vertrauenswürdigkeit und Plausibilität muss sich der Bewertende überzeugen.

Im Folgenden wird auf zwei für die praktische Arbeit besonders wichtige Themen beispielhaft eingegangen: die Abgrenzung der Bewertungsaufgabe und die Besonderheiten bei der Ermittlung von Normwerten.

2.2 Abgrenzung der Bewertungsaufgabe

Es gibt nicht nur den einen Unternehmenswert. Der Unternehmenswert ist vielmehr, ebenso wie die Bewertungsmethode, stets vom Bewertungszweck abhängig. Dieser Bewertungszweck wird wiederum vom konkreten Anlass bestimmt, der die Bewertung erforderlich macht. Mit der Klärung der konkreten Bewertungsaufgabe – was ist also ihr Zweck und Anlass – beginnt die Bewertung.⁵ Handkehrum kann nur dann eine sachgerechte Bewertung erfolgen, wenn der Bewertungszweck und die Bewertungsaufgabe vorher geklärt wurden.

Dazu ist zunächst der Anlass der Bewertung festzustellen, denn dieser bestimmt auch den rechtlichen Rahmen der Bewertung. Bewertungen aufgrund unternehmerischer Initiativen – etwa Kauf und Verkauf – sind «ungeregelt» in dem Sinne, als der Auftraggeber beispielsweise die Bewertungsmethode und den Bewertungsstichtag bestimmen kann und im Übrigen auch frei ist, wem er den Auftrag erteilt.

Anders verhält es sich bei gesetzlich erforderlichen Bewertungen. Diese sind «geregelt», d.h., aus dem Gesetz ergeben sich konkrete Anforderungen an die Person des Bewertenden und seine Haftung, aber auch Auswirkungen auf die Bewertung als solche (z.B. den Bewertungsstichtag).⁶

Der Bewertungsanlass hat auch Auswirkungen auf die Wertkonzeption. Während es bei unternehmerischen Initiativen klar um die Unterstützung bei der Entscheidungsfindung geht, ist die Lage bei gesetzlich vorgeschriebenen Bewertungen, also der Ermittlung von sogenannten «Normwerten»,⁷ differenzierter zu beurteilen. Hier geht es zunächst um eine dem jeweili-

5 Vgl. Diedrich/Dierkes (2015), S. 154.

6 Vgl. Peemöller (2012), S. 21.

7 Grossfeld/Egger/Tönnies (2016), N 191.

gen Fall angemessene Bewertung, wobei deren Ergebnis je nach Rechtsgebiet unterschiedlich ausfallen kann. Dies ist auch nur konsequent, da Gesellschafts-, Rechnungslegungs- und Steuerrecht sowie Erb- und Güterrecht ihrer jeweils eigenen Teleologie verpflichtet sind.⁸

Beispiel 1

A ist CEO der A AG und hält 40% der Aktien. Bei der wöchentlichen Golfrunde mit seinem Treuhänder fragt er diesen, ob er seinen Anteil bewerten könne? Ohne langes Gutachten, einfach – wie A sagt – «eine Hausnummer». Bei allem von Kunden geschätzten Pragmatismus muss auch hier der erste Schritt richtig gesetzt werden. Und dies bedeutet, Klarheit über den Bewertungszweck und die Bewertungsaufgabe herzustellen: Geht es um einen geplanten Verkauf, eine erzwungene Abfindung, die angedrohte Scheidung oder das streitige Erbe? In Abhängigkeit davon sind auch die aus der Ausgangslage erkennbaren Sachverhalte zu berücksichtigen: Auf welchen Stichtag ist zu bewerten? Kommt ein Minderheitenabschlag in Betracht? Muss der Einfluss des A auf die A AG gesondert berücksichtigt werden?

Die FM 2018 empfiehlt, den Bewertungszweck und die Bewertungsaufgabe im Rahmen eines Auftragsannahmegesprächs zu klären. Die eigentliche Auftragsbestätigung gibt dann die dort getroffenen Festlegungen wieder. Neben diesen Dingen sollten dort auch Art und Umfang der Berichterstattung festgelegt werden (Gutachten oder nur Wertüberlegungen), Art und Umfang der Prüfung von Unterlagen, Besonderheiten bei beispielsweise vertraglich festgelegten Bewertungsmethoden, die von denen der FM 2018 abweichen, und allfällige Weitergabebeschränkungen.

2.3 Besonderheiten bei der Ermittlung von «Normwerten»

Ist eine Bewertung aufgrund gesetzlicher Vorschriften erforderlich, müssen der Norm entsprechende Werte ermittelt werden. Die Unternehmensbewertung wird dann auch zu einer Rechtsfrage,⁹ die zwischen Ökonomen und Juristen arbeitsteilig beantwortet wird: «Der Sachverständige muss Unternehmensbewertung nicht bloss kennen, sondern können; der Richter hat sie zu verstehen, sonst kann er sie nicht prüfen, bestätigen oder verwerfen.»¹⁰ Dabei hat sich der Richter «Zurückhaltung

8 Vgl. Fleischer, in: Fleischer/Hüttemann (2015), § 18, N 26.

9 Zur Unterscheidung zwischen Tat- und Rechtsfragen bei Unternehmensbewertungen vgl. Schön (2000), S. 237.

10 Bericht des Bundesrates (2009), S. 22.

aufzuerlegen und nicht sein Wissen über das Fachwissen der Experten zu stellen, sondern sich im Allgemeinen auf die Prüfung von offensichtlichen Widersprüchen in der Expertise zu beschränken».¹¹ Unternehmensbewertungen werden damit im Idealfall zum «Begegnungsfach»,¹² häufig aber zu einer Frage, «die in den Fugen und Spalten zwischen den Disziplinen zu versinken droht».¹³

Das Bundesgericht hat – soweit erkennbar – bis anhin keine Bewertungsmethode rundheraus als ungeeignet abgelehnt.¹⁴ Anerkannt ist grundsätzlich 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

Dieser Methodenpluralismus bedeutet jedoch nicht Beliebigkeit. Die in der Praxis zu beobachtende Hinwendung zu zukunftsorientierten Bewertungsverfahren (Zukunftserfolgsverfahren wie DCF- oder Ertragswertverfahren) zeichnet auch die Rechtsprechung nach: Danach ist der «Grundsatz der Zukunftsbezogenheit aller Bewertungsfaktoren (anerkannt). Die Vergangenheit liefert nur Erfahrungswerte».¹⁶ Weiter wird vermutet, dass «der Einsatz neuerer Methoden wie etwa der DCF-Methode zu einer treffenderen Bestimmung des Wertes (als das Praktikerverfahren; Anm. d. Verf.) führe».¹⁷ Die Grenze wird dort gezogen, wo Bewertungen «grundlos von in der Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen abweichen».¹⁸

11 BGer vom 20.9.2011 – 4A_96/2011, E 5.4.

12 Grossfeld/Egger/Thönnies (2016), S. 46.

13 Druey (1986), S. 15.

14 Für Fusionsfälle sieht das Bundesgericht die Wahl der Bewertungsmethode als ausgehandelten Entscheid der Geschäftsleitung, der nur eingeschränkt gerichtlich überprüft werden kann (BGer vom 21.3.2012 – 4A_341/2011, E. 5.1.4). Bei der Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungen wurden z.B. 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, E. III.6).

15 BGer vom 18.9.2013 – 2C_309/2013, 2C_310/2013, E. 2.3.1. Diese ebenfalls in der deutschen Rechtsprechung zu findende Tendenz wird dort auch als «Vertretbarkeitsdoktrin» bezeichnet, z.B. durch Knoll (2017), S. 1.

16 BGer vom 10.2.2012 – 5A_733/2009, E. 6.2.

17 BGer vom 18.9.2013 – 2C_309/2013, 2C_310/2013, E. 3.6.

18 Bundesgericht vom 3. April 2001 – 4C.363/2000, E. 3.b.

Bei der Berechnung von Normwerten gibt das Gesetz den Bewertungszweck und damit – wenn auch nicht immer deutlich – die Bewertungskonzeption vor.¹⁹ Dabei verweist das Gesetz nicht einfach auf ökonomische Konzepte, vielmehr sind die dortigen Entsprechungen durch Auslegung zu ermitteln.²⁰ Dies kann – je nach Rechtsgebiet – zu durchaus unterschiedlichen Ergebnissen führen.

Beispiel 2

B ist Aktionär der Gartenbau AG (B AG) und in fünfter Generation leidenschaftlicher Gärtner. Die B AG verfügt über eigenen Grund in – mittlerweile – bester (Bau-)Lage und damit über erhebliche stille Reserven. Der Liquidationswert seines Unternehmens liegt über dem Fortführungswert. Auf welchen ist nun bei einer Bewertung abzustellen? Je nach Rechtsgebiet kommt die Rechtsprechung zu divergierenden Ergebnissen. So hat das Bundesgericht für die Frage des «wirklichen Wertes» im Sinne des Art. 685b OR auf den niedrigeren Fortführungswert abgestellt, denn bei der Bewertung «muss der eindeutig feststellbare Wille der Entscheidungsträger»²¹ beachtet werden. Der Bewertung sind somit «die subjektiv gewollten und nicht die aus rein betriebswirtschaftlicher Sicht objektiv angezeigten unternehmerischen Entscheidungen zugrunde zu legen».²² Abweichend davon die Festlegung des Bundesgerichts im Güterrecht: Hier wird auf den Liquidationswert abgestellt, «kann es doch hier nicht im Belieben des unternehmerisch tätigen Ehegatten stehen, allein durch eine subjektiv gewollte Geschäftspolitik die Höhe der Errungenschaft [...] zu bestimmen».²³

Die FM 2018 weist entsprechend darauf hin, dass bei gesetzlich erforderlichen Bewertungen das Ermessen der Bewertenden eingeschränkt ist. Der Wortlaut und der Zweck der jeweiligen Vorschriften sind bei der Bewertung zu beachten. Eine ausführliche Darstellung der in der Schweizer Bewertungspraxis bedeutsamsten Normwerte und Hinweise zu deren Ermittlung, finden sich in der die FM 2018 begleitenden Kommentierung.²⁴

19 Handschin (2010), Rz. 8, bezeichnet dies als die Frage nach dem «Bewertungsthema».

20 Druey (1986), S. 17.

21 BGE 120 II 259 E. 2c, S. 264.

22 BGE 120 II 259 E. 2c, S. 264.

23 BGer vom 10.2.2010 – 5A_733/2009 E. 6.2.

24 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 20 ff.

3. Mandatsabwicklung

3.1 Überblick

Die Ausführungen zur Mandatsabwicklung nehmen in der FM 2018 breiten Raum ein. Während sich die Vorversion aus dem Jahr 2008 nur am Rande mit methodischen Fragen befasste, bildet die praktische Abwicklung einer Bewertung in der aktuellen Fassung den Schwerpunkt. Ausgehend von den Grundsätzen einer Bewertung, werden die einzelnen Bewertungsmethoden diskutiert und insbesondere Hinweise zur Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse, der Kapitalkosten sowie der Plausibilisierung des Restwerts gegeben.

3.2 Ausgewählte Bewertungsgrundsätze

3.2.1 Bewertungsgrundsätze

Die Einhaltung von Grundsätzen soll – in welchem Kontext auch immer – dazu dienen, dass das Ergebnis der sich daran ausrichtenden Tätigkeit auch deren Ziel und Zweck dienlich ist. Die FM 2018 gibt entsprechend Hinweise und Empfehlungen für die Bewertung von KMU. Es besteht die Vermutung, dass eine daran ausgerichtete Unternehmensbewertung auch ordnungsmässig ist.

Die FM 2018 nennt folgende Bewertungsgrundsätze:

1. Grundsatz der Zahlungsstromorientierung
2. Grundsatz der Massgeblichkeit des Bewertungszwecks
3. Stichtagsprinzip
4. Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Einheit
5. Grundsatz der Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips
6. Grundsätze der Berücksichtigung von Steuern
7. Grundsatz der Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

Auf drei ausgewählte Grundsätze wird im Folgenden eingegangen.

3.2.2 Zahlungsstromorientierung

Der Grundsatz der Zahlungsstromorientierung besagt, dass sich der Wert eines Unternehmens nach den dem Inhaber zufließenden finanziellen

Mitteln richtet.²⁵ Das Unternehmen wird aus Sicht der Bewertungslehre auf eine Einkommensquelle seiner Eigentümer reduziert, allein deren finanzieller Nutzen ist wertbestimmend. Dies dürfte innerhalb der Bewertungslehre unbestritten sein und auch von der Praxis geteilt werden. Dennoch ergeben sich in der praktischen Arbeit immer wieder Zweifelsfragen.

Beispiel 3

Die C AG ist – zumindest finanziell – ein konservativ geführtes Familienunternehmen. In den vergangenen Jahren wurde nur das Nötigste ausgeschüttet. Im Rahmen einer Nachfolgeregelung wird das Unternehmen bewertet. Der Bewerter nimmt angesichts der restriktiven Dividendenpolitik einen Einschlag aufgrund «nicht entnehmbarer Gewinne» vor. Ist ein solcher Einschlag sachgerecht?

Zunächst scheint klar: Nicht ausgeschüttete Gewinne – ob nun statutarisch oder aufgrund Beschluss – fließen dem Investor nicht zu. Es ist also nicht abwegig, sich über die Werteffekte einer Thesaurierung Gedanken zu machen. Allerdings «verdampfen» die nicht ausgeschütteten Gewinne (genauer: Liquidität) nicht, sondern werden weiter investiert. Die Thesaurierung von heute ist also die Ausschüttung von morgen. Unter dieser (und weiteren) Annahme(n) ist – was schon 1958 von *Modigliani/Miller* gezeigt wurde – die Dividendenpolitik für den Unternehmenswert irrelevant. Wird eine Investitionsrendite in Höhe der Kapitalkosten unterstellt, ergibt sich bei Thesaurierung derselbe Unternehmenswert wie bei fiktiver Vollausschüttung.²⁶ Unter dieser Annahme kann auch eine solche – fiktive – Vollausschüttung auch bei der Finanzmodellierung unterstellt werden. Verhindert wird damit auch, dass bei der Planung erhebliche liquide Mittel auflaufen, deren Verwendung geplant werden müsste.

3.2.3 Stichtagsprinzip

Auch der Bewertungsstichtag wirft in der Praxis Probleme auf. Seine Festlegung ist in mehrfacher Hinsicht von Bedeutung:²⁷

1. Der Stichtag grenzt die bewertungsrelevanten Überschüsse ab und weist den davor und danach entstehenden Unternehmenswert den Parteien zu. Nur die nach dem Bewertungsstichtag fließenden finan-

25 Vgl. Spremann/Ernst (2011), S. 39 ff.

26 So bereits Käfer (1969), S. 312 f.

27 Vgl. Ihlau/Duscha/Göddecke (2012), S. 75; Hüttemann/Meyer, in: Fleischer/Hüttemann (2015), § 12, N 8.

ziellen Überschüsse sind bewertungsrelevant. Diese Abgrenzung ist insbesondere bei unterjährigen Bewertungsstichtagen von Bedeutung und beim *cut off* des Zahlungsstroms genauso zu beachten, wie bei dessen Abzinsung, die dann auch nur anteilig erfolgen darf.

2. Unternehmens- und Markterwartungen sind aus Sicht des Stichtags in die Bewertung einzubeziehen. Generell ist auf den Erkenntnisstand am Bewertungsstichtag abzustellen.
3. Auch für die Bestimmung der Kapitalkosten ist auf die Verhältnisse am Stichtag abzustellen. Soweit mit periodenspezifischen Zinssätzen gerechnet wird, sind auch diese auf Basis der jeweiligen Erwartungen am Stichtag abzuleiten.

Praktische Probleme ergeben sich immer wieder dann, wenn sich bewertungsrelevante Sachverhalte nach dem Bewertungsstichtag ergeben. Die FM 2018 hält diesbezüglich fest, dass für eine Bewertung alle Sachverhalte relevant sind, die bei angemessener Sorgfalt mit genügend grosser Wahrscheinlichkeit vorhersehbar waren, auch wenn sich diese erst nach dem Bewertungsstichtag manifestieren. Massstab für Umfang und Tiefe solcher Untersuchungen kann der Kenntnisstand sein, der mit einer auf den Bewertungsstichtag durchzuführenden Due Diligence erreichbar gewesen wäre.

Diese Ansicht entspricht auch der Rechtsprechung des Bundesgerichts. Danach sind bei der Bewertung grundsätzlich «Umstände zu berücksichtigen, die sich erst in der Zukunft realisieren. Das gilt nicht nur für wertvermindernde, sondern auch werterhöhende Faktoren».²⁸ Allerdings wurden bis anhin nur Fälle verhandelt, bei denen es möglich war, die Wahrscheinlichkeit einer Entwicklung zum relevanten Bewertungszeitpunkt abzuschätzen.²⁹

Fraglich ist, wie mit nicht vorhersehbaren Entwicklungen umzugehen ist, also wertrelevanten Entwicklungen nach dem Stichtag, die aber jedenfalls am Bewertungsstichtag so nicht vorhersehbar waren und daher auch in keinem Szenario vorkommen konnten.

28 BGer vom 31.3.2006 – 5C.240/2005, BGE 132 III 489, E. 2.5.

29 Beispielsweise die Wahrscheinlichkeit einer Kaufrechtsausübung (BGer vom 31.3.2006 – 5C.240/2005, BGE 132 III 489) oder behördlicher Auflagen (BGer vom 21.12.2007 – 5A_141/2007/bnm).

Beispiel 4

Die D AG ist stark exportorientiert. 80% der Umsätze entfallen auf den Euroraum. Das Unternehmen wird auf den 1. Januar 2019 bewertet. Der Euro steht an diesem Tag bei CHF 1.05, auch die bei der Bewertung verarbeiteten Prognosen lauten auf etwa diesen Wert für die kommenden Jahre. Am 15. Februar 2019 wird das Bewertungsgutachten fertiggestellt und unterzeichnet. Am 18. Februar 2019 greift die SNB ein weiteres Mal ein und fixiert durch massive Währungskäufe eine Untergrenze von CHF 1.15. Ist das Bewertungsgutachten anzupassen?

Die Beantwortung der Frage hängt auch hier wieder vom Bewertungsanlass ab. Bei wirtschaftlich erforderlichen Bewertungen (Kauf, Verkauf etc.) werden solche wesentlichen Veränderungen natürlich berücksichtigt werden. Anders sieht es bei gesetzlich erforderlichen und entsprechend objektivierten Bewertungen aus. Hier sieht es die rechtlich geprägte schweizerische Bewertungslehre für zulässig an, «dass nach dem Stichtag eingetretene, jedoch bereits zuvor latent vorhandene, erkennbare Umstände im Rahmen von Unternehmensbewertungen berücksichtigt werden».³⁰

Die Problematik dieser «Wurzeltheorie» liegt auf der Hand, denn letztlich haben fast alle Entwicklungen ihre Ursache in der Vergangenheit (ein «Brexite» wäre ohne vorherigen Beitritt Grossbritanniens zur EU nicht möglich gewesen etc.). Unseres Erachtens sind daher nicht vorhersehbare Entwicklungen («Brexite», «Franken-Schock» etc.) grundsätzlich nicht zu berücksichtigen. Dies gilt zumindest bei der Ermittlung objektivierter Werte, denn einem gedachten Erwerber stehen diese Informationen am Stichtag auch nicht zur Verfügung.³¹ Bei freien Bewertungen steht es den Parteien natürlich frei, Mechanismen für den Umgang mit solchen Unwägbarkeiten (Bilanzgarantien oder ein «earn-out») vertraglich vorzusehen.

Dessen ungeachtet wird empfohlen, dass sich Bewertende die Offenlegung sämtlicher bewertungsrelevanter Sachverhalte im Rahmen der Vollständigkeitserklärung bestätigen lassen. Diese sollte am besten auf den Tag der Unterschrift unter das Bewertungsergebnis datieren, jedenfalls nicht wesentliche Zeit davor. Bewertende schützen sich damit beispielsweise vor Gericht vom Auftraggeber erhobenen Anwürfen, die Bewertung sei «eindeutig falsch und auch im damaligen Zeitpunkt unzutreffend gewesen».³² Weiter können das Verschweigen wesentlicher be-

30 Vgl. Sethe/Weber (2010), S. 138.

31 Vgl. Hüttemann/Meyer, in: Fleischer/Hüttemann (2015), § 12, N 62.

32 So beispielsweise beim vom Bundesgericht am 9.12.2004 verhandelten Fall (2P.140/2004 und 2A.313/2004, E. 5.4.2).

wertungsrelevanter Aspekte und die Verwendung von daraufhin ebenfalls inhaltlich unzutreffenden bzw. irreführenden Bewertungsgutachten ohne Weiteres als Betrug gelten.³³

3.2.4 Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips

Das aus der Rechnungslegung bekannte Vorsichtsprinzip ist bei der Unternehmensbewertung ohne Bedeutung. Auch wenn es hier wie dort um mehrwertige Erwartungen geht, würde eine vorsichtige Unternehmensbewertung stets eine Seite bevorzugen. Dennoch finden sich in der Praxis immer wieder Fälle, in denen Gutachter eine «eher vorsichtige»³⁴ oder Bewertung «zu Gunsten»³⁵ einer Partei vornehmen. Dies mag im konkreten Fall den Vorstellungen des Auftraggebers entsprechen oder im Fall von Entscheidungswerten auch sachgerecht sein. Bei einer objektivierten Unternehmensbewertung und bei der Ermittlung von Schiedswerten wäre dies hingegen nicht akzeptabel.

Die Unbeachtlichkeit des Vorsichtsprinzips verlangt eine realistische Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts, wobei von Erwartungswerten auszugehen ist.³⁶ Nach Ansicht des Bundesgerichts ist «die zukünftig wahrscheinliche Entwicklung»³⁷ zu berücksichtigen. Auch wenn mehrwertige Unternehmensplanungen nur selten anzutreffen sind, sollten Erwartungswerte quantifiziert werden und sollte nicht von vorneherein eine einseitige, unbegründete und pessimistische (vorsichtige) Prognose erfolgen.

Beispiel 5

Die E AG stellt Hörgeräte her. Aufgrund der demografischen Entwicklung geht man dort von erheblichen Zuwachsraten aus. Für eine anstehende Kapitalrunde gibt der charismatische CEO eine Unternehmensbewertung in Auftrag. Der Bewertende hat zwar Zweifel an der Planung und den Annahmen, dringt mit seiner Kritik jedoch nicht durch. Er übernimmt schweren Herzens die Planung, erhöht aber seinen Risikozuschlag um 5%.

33 Vgl. BGer vom 27.2.2017 – 1B_405/2016, E. 2.7.

34 Vgl. beispielsweise im vom Bundesgericht am 9.12.2004 verhandelten Fall (2P.140/2004), hier wurde die Bewertung für Steuerzwecke vorgenommen.

35 Vgl. BGer vom 11.8.2016 – 4A_97/2016.

36 Vgl. IDW (2014a), S. 44.

37 BGer vom 21.12.2007 – 5A_141/2007/bnm, E. 4.1.3. Streitig war in diesem Fall, ob – am Bewertungsstichtag noch nicht erfolgte aber wahrscheinliche – behördliche Auflagen (Denkmalschutz) bei der Bewertung einer Immobilie berücksichtigt werden dürfen oder nicht.

Unsicherheiten und Risiken müssen jeweils an der richtigen Stelle – also entweder «über dem Strich» bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse oder «unter dem Strich» bei der Ableitung der Kapitalkosten – berücksichtigt werden. Es ist nicht sachgerecht – so wie in Beispiel 5 –, die finanziellen Überschüsse zunächst aus einer als zu optimistischen und damit nicht plausibel erkannten Planung abzuleiten, um diese dann anschliessend durch einen grosszügigen und mit «Vorsicht» begründeten Zuschlag auf den Kapitalisierungszins wieder herabzudiskontieren.

Eine allenfalls «vorsichtige» Rechnungslegung hat keine unmittelbare Bedeutung für die Bewertung. Abgezinst werden finanzielle Überschüsse und nicht buchhalterische Gewinne. Auch für die Kapitalstruktur (und damit die Kapitalkosten) kommt es auf die Marktwerte des Kapitals und nicht auf seinen Buchwert an. Indirekt haben die buchhalterischen Grössen jedoch eine Bedeutung, weil die vergangenen Jahresrechnungen üblicherweise die Basis der Unternehmensplanung bilden.

3.3 Übertragbarkeit der Ertragskraft

Bei KMU kommt dem Einfluss der Eigentümer – der oder des Unternehmer(s) – besondere Bedeutung zu. Die Kernfrage bei der Bewertung ist, ob und inwieweit die Ertragskraft seines Unternehmens mit ihm verbunden ist. Dies kann häufig nur abgeschätzt werden und verlangt eine vertiefte Analyse und Identifikation.³⁸ Dazu werden Interviews mit der Geschäftsleitung und anderen leitenden Mitarbeitenden dienlich sein, auch Kundenverträge, Genehmigungen oder Zulassungen können Aufschluss geben.³⁹ Ist danach der Eigentümer auch der Hauptleistungsträger, für die Kundenzufriedenheit verantwortlich, der Verkaufsleiter, der neue Kunden gewinnt, die Vertrauensperson für die Mitarbeitenden und der Träger des technischen Wissens, wird wohl von einer Personenbezogenheit auszugehen sein.⁴⁰

Ob und inwieweit die Übertragbarkeit der Ertragskraft bei der Bewertung berücksichtigt werden muss, hängt vom Bewertungszweck und von der jeweiligen Wertkonzeption ab. Sofern es um die Berechnung von Ver-

38 Vgl. dazu und im Folgenden IDW (2014b), Rz. 22 ff.; Henselmann/Kniest (2015), S. 524 ff.; Franken/Schulte/Rowoldt (2018), S. 42 ff.; Kohl (2018), S. 150 f.

39 Vgl. Franken/Schulte/Rowoldt (2018), S. 42 f.

40 Vgl. IDW (2014b), Rz. 25.

kehrswerten geht, wird jedenfalls immer ein Verkauf und damit auch ein Wegfall jeglichen Einflusses des – wenn auch fiktiven – Veräusserers angenommen.

Die Rechtsprechung hat sich auch im Güterrecht mit dem Phänomen der übertragbaren Ertragskraft beschäftigt, allerdings gekleidet in den sogenannten «industriellen Mehrwert». Der industrielle Mehrwert ist danach der Wertbeitrag, der allein «auf eine wertschöpfende Tätigkeit»⁴¹ des Inhabers zurückzuführen ist. Dieser fällt allerdings – vereinfacht gesagt – nur dann in die Errungenschaft, wenn der Ehegatte dafür keine angemessene Entschädigung erhalten hat.

Die Sichtweise des Bundesgerichts ist aus Sicht der Bewertungslehre richtig und falsch zugleich: Zum einen ist – wie oben angemerkt – auch dort vom wertschöpfenden Einfluss der Eigentümer – und zwar aller Eigentümer – abzusehen und nur auf die tatsächlich übertragbare Ertragskraft abzustellen.⁴² Allerdings werden Unternehmen zukunftsorientiert bewertet und diese Planung unterstellt angemessene Löhne. Nicht angemessene Entschädigungen in der Vergangenheit können sich also bei einer zukunftsorientierten Bewertung nicht wertbildend auswirken. Ausnahmsweise kann dies nur der Fall sein, wenn – in der Zukunft – eine Anpassung vertraglich nicht möglich ist oder der ersparte Lohn – aus der Vergangenheit – über einen Umweg als nicht betriebsnotwendige Liquidität doch noch in die Bewertung einfließt.

Zu den personenbezogenen Einflüssen gehören die Beziehungen der/des Eigentümer(s) zu Lieferanten und Kunden, sein Spezialwissen oder Führungsqualitäten. Beim – angenommenen oder tatsächlichen – Ausscheiden des Eigentümers sind alle in seiner Person liegenden wertbestimmenden Faktoren zu eliminieren. Der Wegfall kann sich sofort (partiell übertragbare Ertragskraft) oder über einen bestimmten Zeitraum hinweg (temporär übertragbare Ertragskraft) bemerkbar machen.⁴³

41 BGer vom 14.3.2005 – 5C.74/2004 – BGE 131 III 559, E 2.2.

42 Nur Jörg (1997), S. 137 f.

43 Zu dieser Differenzierung beispielsweise IDW (2014b), Rz. 22 ff.

Beispiel 6

F ist erfolgreicher Handwerker und hat sich auf die Renovation von Flusskreuzfahrtschiffen spezialisiert. Seit Jahren pflegt er hierzu ein enges Beziehungsnetzwerk zu Reedereien in ganz Europa. Wäre der objektivierte Wert seines Unternehmens zu ermitteln – beispielsweise wegen Scheidung oder Erbfall –, müsste die Übertragbarkeit der Ertragskraft genauer analysiert werden: Benötigt ein gedachter Käufer das handwerkliche Spezialwissen von F, oder reichen qualifizierte Mitarbeitende? Bedarf es dazu bestimmter Verfahren oder Werkzeuge im privaten Eigentum des F? Sind die Kunden vertraglich mit dem Unternehmen oder nur der Person des F verbunden?

Bei nur partiell übertragbarer Ertragskraft ist die Planung anzupassen, das bedeutet

- Substitution von eigentümerabhängigem Spezialistenwissen, «know how» oder besonderer Eigenschaften wie Kreativität;
- Planung der Kosten einer Personalentwicklung, um Schlüsselfunktionen neu zu besetzen.

Der in der Praxis bedeutsamste Fall einer nur temporär übertragbaren Ertragskraft sind ausgeprägte Kundenbeziehungen im Sinne von Bestandskunden.⁴⁴ Diese fallen nicht von heute auf morgen weg, sondern schmelzen über einen bestimmten Zeitraum ab. Dieses Abschmelzen kann im Bewertungsmodell über ein ergänzendes Übergewinnverfahren wie folgt berücksichtigt werden:⁴⁵

1. In einem ersten Schritt wird der Unternehmenswert unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens durch den bisherigen Eigentümer bewertet.
2. In einer ergänzenden Rechnung wird dann der jährliche und zunächst als vollständig übertragbar unterstellte Übergewinn ermittelt: Der NOPAT wird dazu um die auf das investierte Kapital entfallenden Kapitalkosten reduziert.
3. Dieser Übergewinn kann nun abgeschmolzen werden. Der wegfallende Teil wird entweder vom unter (2) ermittelten NOPAT in Abzug gebracht und darauf aufbauend die Bewertung wiederholt, oder die reduzierten und abgezinsten Übergewinne werden addiert und erge-

44 So auch IDW (2014b), Rz. 29. Natürlich sind noch weitere immaterielle Faktoren vorstellbar; aus Vereinfachungsgründen kann man sich jedoch auf diesen wesentlichen Vermögenswert beschränken, so auch Castedello/Schöninger (2018), S. 181.

45 Vgl. Henselmann/Kniest (2015), S. 530; ähnlich Kohl (2018), S. 154; auf Basis einer Eigenkapitalverzinsung und des EBT rechnen Franken/Schulte/Rowoldt (2018), S. 46 f.

ben gemeinsam mit dem investierten Kapital zum Bewertungsstichtag den angepassten Unternehmenswert.

Da der Umgang mit einer nicht oder nur temporär übertragbaren Ertragskraft in der Praxis der KMU-Bewertung von zentraler Bedeutung ist, wird die Vorgehensweise an einem Rechenbeispiel dargestellt.⁴⁶

	Perioden	1	2	3	4	ewig
1	NOPAT I, angenommen als voll übertragbar	200	210	220	230	230
2	abzüglich Verzinsung investiertes Kapital (IC × WACC)	-100	-100	-100	-100	-100
3	Übergewinn I, angenommen als voll übertragbar (1) - (2)	100	110	120	130	130
4	Abschmelzrate Übergewinn je Periode	10%	20%	40%	50%	100%
5	wegfallender Übergewinn (3) × (4)	-10	-22	-48	-65	-130
6	Übergewinn II, tatsächlich übertragbar (3) - (5)	90	88	72	65	0
7	NOPAT II, tatsächlich übertragbar (1) - (5)	190	188	172	165	100
8	Barwertfaktoren bei angenommenem WACC	0.91	0.83	0.75	0.68	6.83
9	Barwert übertragbare Übergewinne (6) × (8)	82	73	54	44	0
10	Barwert übertragbares NOPAT (7) × (8)	173	155	129	113	683
	Unternehmenswert auf Basis NOPAT I*	2249				
	Unternehmenswert auf Basis NOPAT II (übertragbar)*	1253				
	Unternehmenswert auf Basis Übergewinne + IC	1253				
	Implizite Kapitalkosten**	17,70%				

* Vereinfachend wird unterstellt, dass der NOPAT dem Free Cashflow (FCF) entspricht, also kein weiteres Kapital gebunden wird.

** Mit diesen Kapitalkosten müsste abgezinst werden, um ohne Anpassung des NOPAT/Übergewinns auf denselben Wert zu kommen.

Abb. 1: Beispiel zur rechnerischen Berücksichtigung nur temporär übertragbarer Ertragskraft

⁴⁶ Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 86.

Diese beispielhafte Berechnung vereinfacht, indem sie den Wegfall der Ertragskraft (im Sinne der nicht übertragbaren Übergewinne) jeweils zum Periodenende unterstellt. Realistischer kann auch mit periodischen Durchschnitten gearbeitet werden.⁴⁷ Im praktischen Modell wird sich wohl auch das investierte Kapital verändern, sodass auch auf das zusätzliche gebundene oder freigesetzte Kapital Kapitalkosten zu verrechnen wären. Auch hier kann auf Durchschnittsgrößen abgestellt werden.

Über welchen Zeitraum die Übergewinne abgeschmolzen werden sollen, bedarf einer Schätzung. Zu deren Fundierung können Vertragslaufzeiten und -verlängerungen, typische Produktlebenszyklen, die Kundenstruktur (Alter, Mobilität etc.) herangezogen werden.⁴⁸ Orientierung bieten auch die steuerlichen Vorschriften, die für den (erworbenen) Goodwill und andere immaterielle Vermögenswerte wie Patente, Schutzrechte und Lizenzen Nutzungsdauern von maximal fünf Jahren vorsehen.

3.4 Methodenwahl

Die FM 2018 empfiehlt die zukunftsorientierte Bewertung von KMU, also die Anwendung von Zukunftserfolgsverfahren wie Discounted-Cash-flow-Modellen (DCF-Modelle) und Ertragswertverfahren. Marktpreisorientierte Verfahren (Multiplikatoren) erfordern Preise vergleichbarer Unternehmen. Diese sind für KMU in der Regel nicht verfügbar. Mischverfahren (Mittelwertmethode oder Praktikerverfahren) sind immer noch verbreitet, aber theoretisch wenig begründbar. Beide Ansätze können jedoch der Plausibilisierung dienen, sei es durch Rückgriff auf bezahlte Preise (Multiplikatoren) oder in der Praxis vorhandene Werterwartungen (Praktikerverfahren).

Die sogenannten Praktikerverfahren erfreuen sich gerade in der Steuerpraxis grosser Beliebtheit. Für Zwecke der Vermögenssteuer sieht das KS Nr. 28 dies als Regelverfahren vor. In diesem Zusammenhang gelangen methodische Fragen immer wieder vor Gericht, wie der im folgenden Beispiel wiedergegebene, reale Fall zeigt.

47 So Franken/Schulte/Rowoldt (2018), S. 46 f.

48 Vgl. IDW (2014b), Rz. 30.

Beispiel 7

Im Rahmen einer Nachfolgeregelung verkauft Wirtschaftsprüfer G die Hälfte seiner Beteiligung an einen in das Unternehmen eintretenden Berufskollegen. Dabei findet eine im Aktionärsbindungsvertrag (ABV) fixierte Formel Anwendung (Substanzwert zuzüglich eines vom Umsatz abgeleiteten Goodwill), nach der auch die übrigen Aktionäre ihr Vorhandrecht ausüben konnten. Den so bestimmten Verkaufspreis übernimmt der Steuerpflichtige als Verkehrs- und damit Steuerwert der ihm verbliebenen Beteiligung. Das kantonale Steueramt folgte dem nicht und bewertete seine Beteiligung nach dem KS Nr. 28, also einer Kombination von Substanz- und Ertragswert.

Dieser Fall war schliesslich vom Steuerrekursgericht Zürich zu entscheiden, das den Rekurs des Steuerpflichtigen abwies.⁴⁹ Bemerkenswert sind die Begründungen in dreierlei Hinsicht.

Zunächst – und das ist für viele KMU mit tätigen Aktionären von Bedeutung – bezweifelt das Gericht grundsätzlich, dass in ABV enthaltene Vorhandrechte und Preisabreden zu Verkehrswerten führen können. Ein solcher Wert widerspiegele «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 einsichtig und die steuerliche Diskussion vermeidbar, wenn nur zu dem mit Dritten verhandelten Preis auch das Vorhandrecht ausgeübt werden kann. Ob das gewollt ist, ist eine andere Frage.

Originell ist hingegen die Methodendiskussion. Nach Ansicht des Gerichts seien «die in Frage stehenden Bewertungsmethoden – Substanzwert + 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 im KS Nr. 28 als Kombination von Substanz- und Ertragswert niedergelegte «Praktikermethode» 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 widmet sich das Gericht – etwas versteckt – der Frage der oben diskutierten Übertragbarkeit der Ertragskraft. Im entschiedenen Fall, hatte der Steuerpflichtige bei der Bewertung den auf den Verkäufer

49 Steuerrekursgericht des Kantons Zürich, Entscheid vom 8.8.2017 – 1 ST.2017.50.

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 ist, den vollständigen Wegfall der Bestandskunden anzunehmen, sei dahingestellt. Dem Grunde nach, ist eine Korrektur konzeptionell richtig. Das Gericht war anderer Ansicht: Der Einschlag ist nach dessen Ansicht «nicht einzusehen».

3.5 Planung im Detail- und Restwertzeitraum

Bei der Bewertung von Unternehmen geht man in der Regel von deren unbegrenzter Lebensdauer aus. Dazu wird der Planungszeitraum in eine nähere und fernere Phase aufgeteilt. In der näheren Phase – dem Detailplanungszeitraum – werden Erlöse und Aufwendungen im Einzelnen geplant. In einer ferneren Phase – dem Restwertzeitraum – wird der Unternehmenswert lediglich pauschal geschätzt.

Angesichts der Bedeutung, die dem Restwert üblicherweise zukommt, ist dieser besonders sorgfältig zu planen und zu plausibilisieren. Bei Eintritt des Unternehmens in die Phase des Restwertes sollte es seinen eingeschwungenen Zustand (steady state) erreicht haben. Ist dies auch nach fünf bis acht Jahren nicht der Fall, bietet sich der Einzug einiger grob geplanter Jahre an (Grobplanungsphase), bevor in den Restwert übergeleitet wird.

Ein Unternehmen «schwingt» erst dann ein, wenn Investitions- und Produktlebenszyklen abgeschlossen sind, steuerliche Verlustvorträge verbraucht und Wachstums- oder Konsolidierungsphasen beendet sind. Viele Unternehmen werden diesen Ruhezustand nie erreichen. Umso wichtiger ist es, sich mit den für den Restwertzeitraum angenommenen Werten intensiv zu befassen. Der Restwert macht leicht 70% des gesamten Unternehmenswerts aus. Ist dieser plausibel, trifft dies auch für den grössten Teil des Unternehmenswerts zu.

Beispiel 8

Treuhänder H soll eine Unternehmensbewertung begutachten. Es gilt festzustellen, ob diese grosso modo «richtig» ist bzw. an welchen Stellen Ansatzpunkte für Wertdiskussionen und darauf aufbauend Preisverhandlungen bestehen. Teil der Bewertung ist die nachstehend abgedruckte – verkürzte – Planungsrechnung der Beispiel Acht AG.

Verkürzte Planungsrechnung der Beispiel Acht AG

Ableitung Free Cashflow	2019	2020	2021	2022	Restwert
	CHF	CHF	CHF	CHF	CHF
EBIT	1 260 000	1 320 000	1 400 000	1 470 000	1 550 000
- Steuern	-252 000	-264 000	-280 000	-294 000	-310 000
= NOPAT	1 008 000	1 056 000	1 120 000	1 176 000	1 240 000
+ Abschreibungen	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
- Investitionen ins Anlagevermögen	-500 000	-500 000	-500 000	-500 000	-500 000
- Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-34 000	-56 700	-59 535	-62 512	-65 000
= Free Cashflow (FCF)	974 000	999 300	1 060 465	1 113 488	1 175 000

Abb. 2: Verkürzte Planungsrechnung der Beispiel Acht AG

Die FM 2018 befasst sich ausführlich mit dem Restwert und sieht zwei Möglichkeiten seiner Ableitung vor. Zunächst – und dies ist im vorliegenden Fall geschehen – kann der Restwert analytisch aus der detaillierten Planung abgeleitet werden. Die blosse Fortschreibung des letzten Jahres ist jedoch nur dann angebracht, wenn das Unternehmen seinen eingeschwungenen Zustand danach tatsächlich erreicht hat.

Zwei Kontrollgriffe zeigen, dass dies vorliegend noch nicht der Fall ist. Zunächst ist erkennbar, dass die Investitionen in das Nettoumlaufvermögen zwar im Vergleich mit den Vorjahreszahlen plausibel erscheinen, die dort vorhandenen Wachstumsraten von etwa 5% p.a. jedoch sicher nicht «ewig» gehalten werden können. Zum anderen wird wohl auch davon ausgegangen, dass die im Detailplanungszeitraum gezeigte EBIT-Marge auch im Restwertzeitraum stabil ist. Auch das gilt es zu hinterfragen. Dass Unternehmen dauerhaft Überrenditen erzielen können, wird gemeinhin verneint bzw. setzt eine besondere Resilienz voraus. Eine bei der Bewertung von KMU vertretbare Annahme ist, dass die Kapitalrendite des Unternehmens langfristig auf die Branchenrendite sinkt, also «ewig» bestenfalls die Kapitalkosten verdient werden können. Natürlich sind buchhalterische und ökonomische Renditen nur schwer vergleichbar, allerdings können und müssen erkennbare Differenzen analysiert und begründet werden können. Dies kann einmal an erheblichen, nicht bilanziell fassbaren Wettbewerbsvorteilen liegen, geschützten Markenrechten,

einer einzigartigen Marktposition oder aber – und genau darum geht es – einer gedankenlosen Fortschreibung des Ruhmes vergangener Jahre. Mit entsprechend angepassten Annahmen zur Kapitalbindung, Wachstumsrate und des Renditeniveaus lässt sich in der Struktur der Detailplanung ein plausibler Restwert ableiten.

Die FM 2018 schlägt weitergehend ein Wertfaktorenmodell vor. Dabei wird der nachhaltige finanzielle Überschuss direkt über die ihn bestimmenden Faktoren – Rentabilität und Wachstum sowie die dazu erforderlichen Investitionen – abgeleitet. Darauf soll an dieser Stelle jedoch nur hingewiesen werden.⁵⁰

3.6 Bestimmung der Kapitalstruktur

Der Wert eines Unternehmens entspricht dem Barwert der den Kapitalgebern daraus zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Zahlungsreihe wird mit den Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Die FM 2018 sieht vor, dass diese Kapitalkosten modellhaft aus Marktdaten abgeleitet oder subjektiv geschätzt werden können.

Die Schätzung der Kapitalkosten steht damit – vorbehaltlich vertraglicher oder gesetzlicher Festlegungen – im Ermessen der Bewertenden. Etwas anderes gilt bezüglich der Kapitalstruktur, mit welchem Gewicht also die Eigen- und Fremdkapitalkosten in die gewogenen Kapitalkosten (weighted average cost of capital – WACC) einfließen.⁵¹

Beispiel 9

Die I AG ist zu bewerten, und zwar in drei angenommenen Situationen: (1) aus der Perspektive eines möglichen Käufers des Gesamtunternehmens, (2) im Rahmen einer güterrechtlichen Einigung als objektivierter Wert, (3) zur Bewertung des Abfindungsanspruchs eines Minderheitsgesellschafters. Die I AG hat eine Eigenkapitalquote von 70%.

Die FM 2018 widmet sich ausdrücklich dieser – in der Praxis häufig nur wenig beachteten – Fragestellung. Zunächst wird dazu klargestellt, dass die Kapitalstruktur für Bewertungszwecke stets zu Marktwerten bewertet wird. Die bilanzielle Eigenkapitalquote ist also unbeachtlich.

50 Vgl. weiterführend Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 103 ff.

51 Diese Überlegungen sind auch bei einem Ertragswertverfahren oder Equity-Ansatz notwendig, da die Eigenkapitalkosten vom Verschuldungsgrad abhängen.

Der Marktwert des Fremdkapitals wird in den meisten Fällen durch dessen Buchwert ausreichend approximiert. Der Wert des Eigenkapitals ist ex ante hingegen nicht bekannt, er kann jedoch ohne Weiteres rechnerisch als Ist-Wert oder über Annahmen als Plan-Wert ermittelt werden. Auch dies erfolgt in Abhängigkeit von Bewertungsaufgabe und Bewertungszweck: Bei der subjektiven Bewertung eines gesamten Unternehmens – Fall (1) – kann die vom Käufer als optimal angenommene Kapitalstruktur unterstellt werden. Dies gilt vor allem dann, wenn der Käufer die Zielgesellschaft im neuen Verbund neu finanziert. Gerade dann ist nicht einsehbar, warum dem Verkäufer finanzierungsbedingte Steuervorteile bezahlt werden sollen, die nicht oder nicht mehr realisiert werden können.

Bei einer objektivierten Bewertung – Fall (2) – wird auf die Sicht eines markttypischen Erwerbers abgestellt. Branchenübliche Vorstellungen oder empirisch festgestellte Verhältnisse geben dazu Hinweise. Bei der Bewertung von Minderheitenanteilen – Fall (3) – wird man hingegen von der Ist-Struktur ausgehen müssen, da die Kapitalstruktur von einer Minderheit nicht geändert werden kann.

4. Berichterstattung

Die FM 2018 sieht verschiedene Arten der Berichterstattung vor. Diese kann – entsprechend der Abgrenzung der Bewertungsaufgabe – als (a) ein Werturteil mit detailliertem Gutachten, (b) ein Werturteil mit Kurzgutachten und (c) Wertüberlegungen mit einem Bericht zur Wertberechnung erfolgen. Sofern die Vertraulichkeit bestimmter Daten vereinbart wurde, kann auch eine differenzierte Berichterstattung erfolgen. Im Gutachten wird das Bewertungsergebnis dann lediglich verbal erläutert, und die vertraulichen Daten werden in einem davon getrennten Anhang aufgeführt.

Art und Form der Berichterstattung müssen bei der Auftragsannahme vereinbart werden. Grundsätzlich kann auch nur mündlich über das Ergebnis berichtet werden. Gerade dann sollte der Dokumentation besondere Beachtung geschenkt werden. Wird eine schriftliche Berichterstattung vereinbart, so kann dies in Form eines detaillierten Gutachtens erfolgen, als Kurzgutachten oder als Bericht zu Wertüberlegungen.

Im Folgenden wird die in der FM 2018 vorgeschlagene Gliederung eines detaillierten Gutachtens wiedergegeben, ergänzt um Hinweise zu den dort zu erwartenden Ausführungen.⁵²

1. Begleitschreiben

2. Inhaltsverzeichnis

3. Auftrag und Auftragsdurchführung

a. Auftraggeber, Auftragnehmer und Empfänger

Beispielsweise Ausführungen zu Auftraggeber und Auftragnehmer, ergänzt um Hinweise zur Erfüllung der fachlichen und beruflichen Anforderungen. Beginn und Ende der Arbeiten, Durchführung der Arbeiten vor Ort, Besichtigungen etc. Hinweis auf Weitergabebeschränkungen oder nur auszugsweise Berichterstattung.

b. Bewertungsanlass, Bewertungsaufgabe und Bewertungsstichtag

Beispielsweise Anlass und Grund der Bewertung, Ermittlung eines subjektiven oder objektivierten Unternehmenswerts, Umgang mit Abweichungen zwischen technischem und effektivem Bewertungsstichtag.

c. Funktion und Stellung des Bewertenden

Beispielsweise Ausführungen zur Funktion (Berater, neutraler Gutachter, Vermittler oder Schiedsgutachter), Bestätigung der Unabhängigkeit bzw. Offenlegung von Erfolgsbeteiligungen oder sonstigen finanziellen Interessen.

d. Einschränkungen

Beispielsweise Ausführungen zu eingeschränktem Zugang zu Informationen und Auskunftspersonen, Verweigerung des Zugangs zu wesentlichen Informationen.

e. Verwendung der Arbeiten von sachverständigen Dritten und Experten

Beispielsweise Hinweis auf Werturteile Dritter, warum diese erforderlich waren und welche Auswirkungen diese auf das Bewertungsergebnis hatten.

f. Auftragsdurchführung

Beispielsweise Angaben zu Beginn und Abschluss der Arbeiten, wann und wo diese durchgeführt wurden, ob Besichtigungen erforderlich waren, welche Auskunftspersonen benannt waren.

g. Ereignisse nach dem Bewertungsstichtag

Beispielsweise Angaben von bewertungsrelevanten Sachverhalten, die sich nach dem Bewertungsstichtag ergeben haben, aber vor Beendigung der Arbeiten.

4. Bewertungsobjekt

a. Identifikation und Beschreibung des Bewertungsobjekts

Beispielsweise Ausführungen zur Abgrenzung des Bewertungsobjekts, d.h., handelt es sich um eine rechtliche oder wirtschaftliche Einheit (Zweigniederlassung, Segment o.Ä.). Ist das Bewertungsobjekt bereits existent, oder entsteht es im Rahmen der Transaktion (Fusion, spin-off, Abspaltung etc.)?

b. Rechtliche Grundlagen

Beispielsweise Ausführungen zu Gründung, Gesellschaftern, Sitz etc. Für die Bewertung relevante Rechtsgrundlagen (Gesetze, Verträge und andere Vereinbarungen) sollten ebenfalls hier genannt werden.

52 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 139 ff.

c. Steuerliche Grundlagen

Beispielsweise Angaben zu Steuersitz, der bei der Bewertung angenommenen steuerlichen Belastung. Sofern bei der Bewertung auch Steuern auf Ebene der Anteilseigner berücksichtigt werden, sollte auch auf die dabei getroffenen Annahmen eingegangen werden.

5. Durchführung der Unternehmensbewertung

a. Bewertungsmethode

i. *in Betracht gezogene und angewendete Bewertungsmethode(n)*

Die Anwendung eines Zukunftserfolgsverfahrens (Ertragswert- oder DCF-Methode) entspricht der Best Practice und bedarf im Regelfall keiner besonderen Begründung. Die Besonderheiten des Bewertungsobjekts (z.B. rein vermögensverwaltende Gesellschaften, Unternehmen in Liquidation), abweichende vertragliche Vereinbarungen (z.B. im Aktionärsbindungsvertrag) oder eine abweichende Auftragserteilung (z.B. besteht der Auftraggeber auf der Verwendung der «Praktikermethode») können auch für die Anwendung anderer Bewertungsmethoden sprechen. Dies ist im Gutachten zu begründen.

ii. *Berücksichtigung nicht betriebsnotwendigen Vermögens*

Beispielsweise Darstellung des Vorgehens zur Identifikation des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Bereinigung der Vergangenheits- und Planungsrechnung sowie seiner gesonderten Bewertung (ggf. auch Schätzung der latenten Steuern).

iii. *Zu- und Abschläge*

Beispielsweise Begründung und Ableitung von Zu- und Abschlägen auf die Kapitalkosten oder den Unternehmens- bzw. Anteilswert; dabei Bezugnahme auf die Bewertungsaufgabe, die Funktion und den Bewertungsanlass.

b. Finanzmodell

i. *Analyse des Geschäftsmodells, Umwelt- und Umfeldanalyse*

Beispielsweise Ausführungen zu Erlös- und Cash-Generierung, Werttreibern, Geschäftsprozesse und zu volkswirtschaftlichen Entwicklungen, Auswirkungen von Inflation, Währung und Zinsumfeld auf das Bewertungsobjekt. Beschreibung des relevanten Markts, des Marktpotenzials sowie der Beschaffenheit der Produkte und Dienstleistungen.

ii. *Unternehmensanalyse*

Beispielsweise Bereinigung der Vergangenheitsdaten, Kennzahlen, Ableitung des nachhaltigen und operativen Ergebnisses.

iii. *Prognose und Planung (Erstellung bzw. Plausibilisierung der Planungsrechnung)*

Beispielsweise Ausführungen, ob die Planungsrechnung vorgelegt oder vom Bewertenden selbst erstellt wurde bzw. ob Anpassungen an einer vorgelegten Planung vorgenommen wurden. Art, Umfang und Ergebnis der Plausibilitätsbeurteilungen.

c. Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse

i. *Vorgehen im Detailplanungszeitraum*

Beispielsweise Begründung der Länge des Detailplanungszeitraums, wesentliche Annahmen zur Entwicklung des Nettoumlaufvermögens, des Anlagevermögens, der Finanzierung, Begründung der Annahmen zum Umsatzwachstum, der Investitions- und Ausschüttungspolitik.

ii. *Vorgehen im Restwertzeitraum*

Beispielsweise Darstellungen zum «eingeschwungenen» Zustand, Begründung der Wachstumsrate, Angaben zur Plausibilität des Restwerts.

iii. Übertragbarkeit der Ertragskraft

Beispielsweise Analyse der Ertragskraft: Ist diese vollständig, eingeschränkt oder nur temporär übertragbar; ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen; sofern ja, wie ist dies erfolgt.

d. Diskontierung der finanziellen Überschüsse*i. Methodik zur Ableitung von Kapitalkosten*

Beispielsweise Beschreibung des grundsätzlichen Vorgehens: modellgestützt (objektiviert) oder subjektive Schätzung, Ableitung und Begründung der Elemente der Kapitalkosten, Nennung der Quellen.

ii. Ableitung der Eigenkapitalkosten

Beispielsweise Annahmen zum risikofreien Zins, zur Marktrisikoprämie und zum Beta. Darstellung der Konsistenz untereinander und zu den Annahmen hinsichtlich Kapitalstruktur und Wachstumsrate.

iii. Ableitung der Fremdkapitalkosten

Beispielsweise Angaben zur Berechnung oder Schätzung, Berücksichtigung eines Debt-Beta etc.

iv. Annahmen zur Kapitalstruktur

Beispielsweise Darstellung der Berechnung der gewogenen Kapitalkosten nebst den Annahmen zur Kapitalstruktur. Darstellung der Bewertungseffekte, sofern die angenommene von der effektiven Kapitalstruktur abweicht.

e. Zu- und Abschläge

Beispielsweise Begründung für die Verwendung und Beschreibung der Ableitung von Zu- oder Abschlägen auf die Kapitalkosten.

6. Bewertungsergebnis**a. Überleitung vom Gesamtunternehmenswert auf den Anteilswert**

Beispielsweise Ausführungen zur Vorgehensweise bei Beteiligungen von unter 100%, Darstellung des Abzugs von Finanzschulden oder anderen Korrekturposten; Ausführungen zur Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

b. Sensitivitätsanalyse

Beispielsweise Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis bei Variation wesentlicher Parameter wie Kapitalkosten, Wachstumsrate, Steuersatz etc.

c. Plausibilisierung

Beispielsweise Berechnung von Multiplikatoren oder vereinfachten Bewertungsansätzen (auch Substanz- oder Liquidationswert), Diskussion und Begründung von allfälligen Abweichungen oder anderen Ergebnissen und Feststellungen.

7. Sonstige Offenlegungen

Beispielsweise Offenlegung erfolgsabhängiger Vergütungen oder sonstiger finanzieller Interessen; Beschränkungen der Weitergabe und der Aussagefähigkeit (Disclaimer); Angabe, ob der Bewertende das Gutachten aktualisieren muss, sofern nicht bereits im Rahmen der Berichterstattung über den Auftrag erfolgt.

Ist lediglich ein Kurzgutachten vereinbart, kann die Berichterstattung zu den unter Abschnitt 5 und 6 genannten Sachverhalten entsprechend kürzer ausfallen oder auch auf bestimmte Teile ganz verzichtet werden. Dies ist mit dem Auftraggeber abzustimmen und unter Berücksichtigung der

Bewertungsaufgabe und der Adressaten vom Bewertenden eigenverantwortlich festzulegen.

Für einen Bericht über Wertüberlegungen gilt Vergleichbares. Es sollte ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass nicht alle für ein abschliessendes Werturteil erforderlichen Tätigkeiten durchgeführt wurden und auch nicht alle dazu notwendigen Informationen vorlagen. Es empfiehlt sich auch der Hinweis, dass – wäre ein abschliessendes Werturteil erfolgt – das Ergebnis möglicherweise anders ausgefallen wäre.

5. Fazit

Die Unternehmensbewertung von KMU ist keine einfache oder kleine Bewertung, sondern im Gegenteil häufig sogar anspruchsvoller als die Bewertung kotierter Unternehmen. Die neue FM 2018 zeigt dazu prozessorientiert auf, welche Schritte dazu erforderlich sind und wie ein sachgerechtes Bewertungsmodell aufzubauen ist.

Die Frage nach der Übertragbarkeit der Ertragskraft ist für die sachgerechte Bewertung von KMU zentral: Wie viel «Unternehmen» bleibt übrig, wenn man den oder die Unternehmer(in) «abzieht»? Die Qualität der Bewertung steht und fällt mit der Beantwortung dieser Frage.

Literaturverzeichnis

Castedello, M./Schöninger, S. (2018): Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen, Düsseldorf 2018.

Diedrich, R./Dierkes, S. (2015): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, Stuttgart 2015.

Druey, J. N. (1986): Die Bewertung von Vermögensobjekten im ehelichen Güterrecht und Erbrecht, in: Riemer, M./Walder, U./Weimar, P.: FS für Cyril Hegnauer zum 65. Geburtstag, Bern 1986, S. 15–32.

Fleischer, H./Hüttemann, R. (Hrsg.) (2015): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, Köln 2015.

Grosse-Freericks, C. (2013): Die Angemessenheit des Entgelts für die Übertragung von Eigentumsrechten als Problem rechtsgeprägter Unternehmensbewertung, Diss., Universität Bochum 2013.

Grossfeld, B./Egger, U./Tönnies, W. A. (2016):
Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., Köln 2016.

Handschin, L. (2010): Vom methodischen Umgang des Richters mit Bewertungsfragen, Justice-Justiz-Giustizia 2010, o.S.

Henselmann, K./Kniest, W. (2015): Unternehmensbewertung – Praxisfälle mit Lösungen, 5. Aufl., Herne 2015.

Hüttche, T. (2018): Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen – überarbeitete Fachmitteilung von EXPERTsuisse, EF 2018, S. 771–772.

Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G. (2018): Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse, Zürich 2018.

Hüttche, T./Schmid, F. (2018): Unternehmensbewertung in der Schweiz, BewP 2018, S. 50–54.

IDW (2014a): WP Handbuch 2014, Band II, 14. Aufl., Düsseldorf 2014.

IDW (2014b): IDW Praxishinweis – Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes kleiner und mittlerer Unternehmen, Stand 5.2.2014.

Ihlau, S./Duscha, H./Göddecke, S. (2013): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013.

Jörg, F. (1997): Wertveränderungen einer Aktiengesellschaft bei Auflösung des ordentlichen Güterstandes, Diss., St. Gallen 1997.

Käfer, K. (1969): Substanz- und Ertragswert bei der Unternehmensbewertung, in: Busse von Colbe, Walter/Sieben, Günter (Hrsg.): Festschrift für Hans Münstermann, Wiesbaden 1969, S. 295–358.

Knoll, L. (2017): Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW, BFuP 2017, S. 1–12.

Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2012): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Herne 2012.

Schön, E. (2000): Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Zürich 2000.

Sethe, R./Weber, P. (2010): Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode, GesKR 2/2010, S. 129–138.

Spremann, K./Ernst, D. (2011): Unternehmensbewertung – Grundlagen und Praxis, 2. Aufl., München 2011.