

BESONDERHEITEN BEI DER BEWERTUNG VON KLEINSTUNTERNEHMEN

Viele Fragen – einige Antworten

Bei der Bewertung von Kleinstunternehmen und Einzelfirmen sind die Emotionen hoch und die Budgets niedrig. Doch auch hier muss seriös und sachgerecht vorgegangen werden und die Ergebnisse sollten verteidigbar sein. Der Beitrag geht auf wesentliche Fragen ein und gibt Antworten.

1. EINLEITUNG

Kleinst- oder Mikrounternehmen sind die häufigste Form von KMU in der Schweiz: Nahezu 90% aller Unternehmen beschäftigen weniger als 10 Mitarbeitende [1]. Bei der Bewertung von Unternehmen dieser Grösse sind die Emotionen häufig grösser als die zur Verfügung stehenden Budgets. Schnell ersetzt dann die Verhandlung über den Preis jede methodische Diskussion über eine Unternehmensbewertung.

Mit einer «Bepreisung» statt einer «Bewertung» ist den Parteien allerdings nur dann gedient, wenn sie sich einig sind bzw. einig werden müssen, wie es etwa bei einem echten Verkauf der Fall ist. Anders sieht es bei dominierten Bewertungsanlässen aus: Bei Scheidung oder Erbstreit muss auch für Parteien eine faire Einigung gefunden werden, die sich mit verschiedenen langen Spiessen gegenüberstehen.

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

Treuhänder und Berater sind hier häufig als Schiedsgutachter tätig und sollen einen zwischen beiden Seiten vermittelnden Wert (Schiedswert) schätzen. Dies muss unparteiisch und damit ohne Berücksichtigung der konkreten persönlichen – also subjektiven – Verhältnisse erfolgen. Es

sind also Annahmen notwendig. In der Bewertungslehre wird dies auch als objektivierende Bewertung bezeichnet [4]. Diese ist deswegen so interessant und herausfordernd, weil hier «auf die gesamte ... Klaviatur der wissenschaftlichen Erkenntnisse zurückgegriffen wird» (vgl. Wollny, 2018, S. 54). Dies führt in der pragmatisch arbeitenden KMU-Welt mitunter zur Irritation.

Die Autoren gehen im Folgenden vom Ideal der rechtlich erforderlichen Schätzung des Verkehrswerts eines als Einzelfirma geführten Kleinstunternehmens aus, bspw. für den Fall einer Scheidung. In dieser Situation müssen für alle Fragen möglichst verteidigbare und gerichtsfeste Antworten gefunden werden. Vereinfachungen und Abkürzungen für davon abweichende Anwendungsfälle findet die Bewertungspraxis dann von allein. Methodisch unterstellen die Autoren die *Best Practice*, also eine Bewertung mit einem DCF-Verfahren. Dies schliesst andere Verfahren – Praktikermethode oder Multiples – natürlich nicht aus. Allerdings sind die Autoren der Überzeugung, dass eine transparente und damit auch vermittelbare Bewertung am besten mit einem DCF-Verfahren gelingt. Werden andere Methoden verwendet, müssen die aufgeworfenen Fragen gleichwohl beantwortet werden können.

2. BESONDERHEITEN VON KLEINSTUNTERNEHMEN

Für die Bewertung von KMU gibt es keine besonderen Bewertungsmethoden. Allerdings sind die Besonderheiten dieser Unternehmen bei deren Bewertung zu berücksichtigen.



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, HOCHSCHULE
FÜR WIRTSCHAFT FHNW

Tabelle 1: **BESONDERHEITEN VON KMU UND DEREN BERÜCKSICHTIGUNG BEI DER BEWERTUNG**

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

Tabelle 1 gibt einen alphabetisch geordneten Überblick über diese Besonderheiten und zeigt, wie bzw. an welcher Stelle diese bei der Bewertung eines KMU zu berücksichtigen sind [5].

Der Unterschied zwischen Kleinst- und Kleinunternehmen mag orthografisch gering sein, die mit der Grösse einhergehenden Besonderheiten fallen aber gerade beim kleineren Massstab ins Auge und verschärfen sich noch gegenüber der obigen Darstellung.

→ Datenqualität: Die mit der Einzelfirma verbundenen buchhalterischen und steuerlichen Besonderheiten erschweren die Modellierung eines DCF-Standardmodells. Stichworte sind der kalkulatorische Unternehmerlohn und die Berücksichtigung persönlicher Steuern.

→ Ertragskraft: Die Personenbezogenheit des Unternehmens fällt bei nur einem Beschäftigten natürlich stärker ins Gewicht. Die Bewertung des Unternehmens ist häufig gleichbedeutend mit der Bewertung des Unternehmers bzw. der Unternehmerin.

→ Vermögensstruktur: Die Grenzen zwischen betrieblicher und privater Sphäre sind fließend. Gerade die Behandlung betrieblich genutzter Immobilien wirft immer wieder Fragen auf.

Auf diese Besonderheiten – Bewertung der übertragbaren Ertragskraft, Modellierung von Unternehmerlohn und Steuerposition sowie Umgang mit Sonderwerten wie den betrieblich genutzten Immobilien – gehen die Autoren im Folgenden ein.

3. BERÜCKSICHTIGUNG DER BESONDERHEITEN BEI DER BEWERTUNG

3.1 Bewertung der übertragbaren Ertragskraft

3.1.1 Systematik. Bei der Schätzung eines Verkehrswerts wird konzeptionell ein Verkauf des Unternehmens unterstellt. Das bedeutet, dass auch ohne eine tatsächliche Transaktion der Wegfall der bisherigen Eigentümerschaft und der damit verbundenen Ertragskraft modelliert werden muss [6].

Ob und inwieweit die Ertragskraft übertragbar ist, können Bewertende i. d. R. auch ohne komplexe Modelle anhand ihrer Erfahrung beurteilen. Um eine solche Einschätzung aber auch verteidigbar und gerichtsfest zu machen, bedarf es einer dokumentierten Analyse.

Die Autoren verwenden dazu ein einfaches Scoring-Modell, das die Bedeutung der Person für den Erfolg des Unternehmens nachvollziehbar belegt. Da die Autoren sich gedanklich in einem DCF-Modell bewegen, stellen sie diese Überlegungen auch getrennt für die Detailplanung und den Restwert an.

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

Diese Unterscheidung ist deswegen von Bedeutung, weil die geschäftsbezogene Ertragskraft leichter auf einen Käufer übertragen werden kann als der personenbezogene Teil. Wertrelevant ist nur die tatsächlich übertragbare Ertragskraft.

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

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

Zur Analyse des personen- bzw. geschäftsbezogenen Teils des Übergewinns verwenden die Autoren das in den USA verbreitete und von der Rechtsprechung vieler Bundesstaaten auch anerkannte Multiattribute Utility Model (MUM)[7]. Das tönt kompliziert, ist aber in Tat und Wahrheit nur eine Strukturierung der Überlegungen, die auch hierzulande jeder KMU-Bewertende anstellen würde.

Beispielhaft werden drei Kleinstunternehmen betrachtet, die in ihrem Typus das relevante Spektrum einer möglichen Übertragbarkeit der Ertragskraft abbilden [8]:

Beispiel 1: Tankstelle

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

Beispiel 2: Pizzeria

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

Beispiel 3: Messerschleifer

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

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

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

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

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

Die Autoren treffen hier nur die nötigsten Annahmen zu den Umsatzerlösen (jeweils 1250 p. a.), der EBIT-Marge (15 %), den Kapitalkosten (10 %), dem investierten Kapital zum Bewertungsstichtag (500) und dem Steuersatz (20 %). Diese Parameter lassen sie aus Gründen der Übersichtlichkeit unverändert (Zur Frage der Berücksichtigung des kalkulatorischen Unternehmerlohns siehe Abschnitt 3.2).

Die auf das Kapital entfallende Marge von 5 % entspricht der bei Kapitalkosten von 10 % auf das eingesetzte Kapital von 500 zu erwirtschaftenden EBIT-Rendite von 50 ($500 \times 0,1$). Dies erfordert bei einem Steuersatz von 20 % einen EBIT von 62,5, was bei einem Umsatz von 1250 einer Marge von 5 % entspricht.

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

Die vorstehenden Überlegungen fokussieren auf den personenbezogenen Teil des Erfolgs. Ob und inwieweit die geschäftsbezogene Marge abgeschmolzen wird, hängt von der Resilienz, also der Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells gegenüber Konkurrenten ab. Überrenditen sind – so jedenfalls die Meinung – nur zeitweise möglich [9]. Im Einzelfall mag es auch einem KMU gelingen, dauerhafte Überrenditen zu erzielen. Dies sollte aber genau analysiert und begründet werden.

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

Die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» von Expertisuisse sieht drei Varianten zur Restwertmodellierung vor:

- 1) Fortschreibung der Detailplanung,
- 2) Wertfaktorenmodell oder
- 3) Liquidations- bzw. Ausstiegswert [10].

Dabei handelt es sich nicht um Alternativen, sondern um Lösungen, die dem jeweiligen Einzelfall Rechnung tragen müssen.

So ist die Fortschreibung der Detailplanung dann sachgerecht, wenn das letzte Jahr des Planungszeitraums repräsentativ ist. Dies setzt eine kontinuierliche Unternehmensentwicklung voraus, einen bedeutend geschäftsbezogenen Goodwill und eine nachhaltig verteidigbare Marge (Resilienz). Dies wäre bspw. bei Unternehmen vom Typus Tankstelle (*Beispiel 1*) am ehesten der Fall. Angenommen werden kann hier auch ein weiteres kontinuierliches Wachstum (ausgedrückt mit der Wachstumsrate g) [11].

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

torenmodelle, die mit nur zwei Annahmen (nämlich zum Wachstum und der nachhaltigen Kapitalrendite) zu brauchbaren Ergebnissen führen [12]. Charmant ist deren Einfachheit: Nimmt man – was durchaus plausibel ist – an, dass kein Unternehmen dauerhaft Überrenditen erwirtschaften kann, benötigt man keine Annahmen zum Wachstum und zu den Investitionen. Denn sofern das Unternehmen nur seine Kapitalkosten verdient, schafft Wachstum keine Werte (mehr). Der Restwert entspricht einfach dem Barwert des nachhaltig geschätzten NOPAT. Naheliegender wäre ein solcher Ansatz bei Unternehmen vom Typus Pizzeria (*Beispiel 2*), die in einem kompetitiven Umfeld tätig sind.

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

Tabelle 2: **AUFTEILUNG IN PERSONEN- UND GESCHÄFTSBEZOGENEN GOODWILL MITTELS MUM**

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

Tabelle 3: ABSCHMELZEN DER NICHT ÜBERTRAGBAREN ERTRAGSKRAFT IM DETAILPLANUNGSZEITRAUM

Beispiel 1 «Tankstelle»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
→ davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
→ davon personenbezogen	0%	0%	0%	0%	0%
→ davon geschäftsbezogen	10%	10%	10%	10%	10%
EBIT-Marge übertragbar	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT übertragbar	188	188	188	188	188
→ Steuern (20%)	-38	-38	-38	-38	-38
NOPAT übertragbar	150	150	150	150	150
Barwerte	136	124	113	102	93
Wertbeitrag aus der Detailplanung	569				
Beispiel 2 «Pizzeria»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
→ davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
→ davon personenbezogen	5%	4%	3%	2%	1%
→ davon geschäftsbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
EBIT-Marge übertragbar	15%	14%	13%	12%	11%
EBIT übertragbar	188	175	163	150	138
→ Steuern (20%)	-38	-35	-33	-30	-28
NOPAT übertragbar	150	140	130	120	110
Barwerte	136	116	98	82	68
Wertbeitrag aus der Detailplanung	500				
Beispiel 3 «Messerschleifer»	1	2	3	4	5
Umsatz	1250	1250	1250	1250	1250
EBIT-Marge gemäss Planung	15%	15%	15%	15%	15%
→ davon kapitalbezogen	5%	5%	5%	5%	5%
→ davon personenbezogen	9%	6%	4%	2%	0%
→ davon geschäftsbezogen	1%	1%	1%	0%	0%
EBIT-Marge übertragbar	15%	12%	10%	7%	5%
EBIT übertragbar	188	150	125	88	63
→ Steuern (20%)	-38	-30	-25	-18	-13
NOPAT übertragbar	150	120	100	70	50
Barwerte	136	99	75	48	31
Wertbeitrag aus der Detailplanung	390				

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

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

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

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

Tabelle 4: **VARIANTEN DER RESTWERTBERECHNUNG**

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

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

den Gewinn. Diesem Umstand wird bei Analysen, Berechnungen und Bewertungen üblicherweise durch den Ansatz eines kalkulatorischen Unternehmerlohns Rechnung getragen (siehe *Beispiel 4*). Dabei ist die Unterscheidung zwischen den mit der Person verbundenen Tätigkeiten und solchen, die auch von einem entsprechend qualifizierten Dritten erbracht werden können, wichtig: Erstere werden durch den Gewinn abgegolten und nur letztere mit dem kalkulatorischen Unternehmerlohn abgedeckt.

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

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

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

3.3 Steuerposition. Zunächst zur Frage, ob und inwieweit persönliche Steuern überhaupt bei der Bewertung einer Einzelirma zu berücksichtigen sind. Dagegen spricht, dass Unternehmensbewertungen in der Schweiz grundsätzlich vor persönlichen Steuern erfolgen. Da betriebliche Steuern der juristischen Personen jedoch zu berücksichtigen sind, sieht

Beispiel 4

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

die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» von Expertsuisse vor, dass «bei der Bewertung einer Einzelunternehmung ... vereinfachend die persönliche Steuer an die Stelle der betrieblichen Steuer treten» [13] kann. Indem die persönliche Steuer als betriebliche Steuer interpretiert wird, bedarf es auch keiner Anpassung der Kapitalkosten [14].

Nun zum Steuersatz: Bei einer realen Transaktion sind die Parteien, deren steuerliche Situation und deren Steuersatz bekannt bzw. ermittelbar. Im hier vorliegenden Fall, bei der Schätzung eines Verkehrswerts, wird ein Verkauf angenommen. Mehr, als dass der angenommene Käufer «markttypisch» ist, ist über diesen nicht bekannt [15]. Bei der Schätzung eines objektivierten Werts bedarf es also weiterer Annahmen.

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

Dies gilt auch für die Kapitalkosten, d.h. auch für den Steuervorteil aus der Fremdfinanzierung kann der persönliche, typisierte Steuersatz von 20% angesetzt werden. Sofern die Eigenkapitalkosten aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden, werden die dort einflussenden Unternehmenssteuersätze davon abweichen. Diese Differenzen werden sich angesichts der weiteren Bearbeitungsschritte nicht wesentlich auf das Ergebnis auswirken [16].

Eine weitere Frage betrifft die Steuerfolgen einer angenommenen Veräusserung. Bei einer realen Transaktion werden diese auf beiden Seiten mitgedacht. Bei einem lediglich angenommenen Verkauf bedarf es wiederum einer Annahme

Beispiel 5

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

zu den Wertvorstellungen von Käufer und Verkäufer, aus denen sich dann der Einigungsbereich ergibt, innerhalb dessen der Preis liegt.

Beginnen wir beim Käufer. Da es sich beim Erwerb einer Einzelfirma stets um einen *Asset Deal* handelt, kann der Käufer seine Anschaffungskosten abschreiben und den Kaufpreis damit steuerlich geltend machen. Dieser Steuervorteil, der sogenannte *Tax Amortization Benefit* (TAB), erhöht den Wert aus Käufersicht. Umgekehrt verhält es sich beim Verkäufer, soweit dieser einen Veräusserungsgewinn versteuern muss. Aus seiner Sicht verringert die Steuerbelastung den Unternehmenswert. Die Effekte sind also gegenläufig, bei Kleinstunternehmen betragsmässig eher übersichtlich und zeitlich absehbar (siehe *Beispiel 5*). In diesen Fällen kann aus Vereinfachungsgründen von einer expliziten Berücksichtigung der transaktionsbedingten Steuerfolgen abgesehen werden [17].

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

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

Daneben existieren in fast jedem Unternehmen Sonderwerte. Dazu gehören einmal Vermögenswerte und Schulden, die nicht betrieblich notwendig sind. Dabei handelt es sich üblicherweise um überschüssige liquide Mittel, Wertschriften oder zu Wohnzwecken genutzte bzw. betrieblich nicht genutzte Liegenschaften oder Reservegrundstücke. Diese werden bei der Bewertung von Kleinstunternehmen und Einzelfirmen ebenso bewertet, wie in anderen Fällen, also zum geschätzten Veräusserungserlös abzüglich anfallender Steuern.

Sonderwerte sind auch solche Vermögenswerte, deren Nutzung zwar betrieblich notwendig ist, die dafür aber nicht notwendigerweise auch im Eigentum des Unternehmens stehen müssen. So können nahezu alle langlebigen Produktionsmittel gekauft oder gemietet werden.

Hier liegen die Dinge etwas komplizierter, insbesondere wenn bei einer objektivierten Bewertung Annahmen getroffen werden müssen. Dabei ist das Unternehmen zu bewerten «wie es steht und liegt». Angenommene Optimierungen dürfen nicht zu dessen vollständiger Veränderung und zu einer anderen Risikostruktur führen, was bei einer Trennung in Betriebs- und Besitzgesellschaft wohl der Fall wäre.

Auf der anderen Seite hält mit den internationalen Standards zur Rechnungslegung (IFRS) und zur Bewertung (IVS)

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

Solche Überlegungen sind allerdings nur dann von Bedeutung, wenn sich daraus wertmässige Konsequenzen ergeben. Daher widmen die Autoren sich zunächst mit einem einfachen Beispiel der Bewertung und kommen dann darauf zurück (siehe *Beispiel 6*).

Wie anhand der DCF-Methode aufgezeigt, führen beide Wege (integrierte Bewertung mit Liegenschaft und gesonderte Bewertung der Liegenschaft) zum selben Unternehmenswert. Die oben angestossene Diskussion, ob für eine ob-

Tabelle 5: INTEGRIERTE ODER SEPARATE BERÜCKSICHTIGUNG DER BETRIEBSLIEGENSCHAFT

Bilanz	inkl. Immobilie	Immobilie	exkl. Immobilie
Vermögenswerte	600		600
Immobilie	200	200	–
Aktiven	800	200	600
Eigenkapital	800	200	600
Passiven	800	200	600
Erfolgsrechnung	inkl. Immobilie	Immobilie	exkl. Immobilie
Umsatz	2000		2000
Betriebsaufwände	–1800		–1800
Miete (kalkulatorisch)	–	55	–55
EBITDA	200	55	145
Abschreibungen mobile Sachanlagen	–40		–40
Abschreibungen Immobilie	–10	–10	–
EBIT/EBT	150	45	105
Steuern (20%)	–30	–9	–21
Reingewinn	120	36	84
Kapitalkosten Gesamtbetrieb (inkl. Immobilie)			
Kapitalkosten	12%		
Steuersatz	20%		
Unterschiedliche Berücksichtigung der Immobilie (als Teil des Betriebs und separat)			
EBIT	150	45	105
./.. Steuern (20% vom EBIT)	–30	–9	–21
NOPAT	120	36	84
+ Abschreibungen	50	10	40
./.. Investitionen	–50	–10	–40
Free Cashflow	120	36	84
Unternehmenswert (inkl. Immobilie)	1000		
Verkehrswert Immobilie (separat)		300	
Unternehmenswert Betrieb (exkl. Immobilie)			700
Gesamtunternehmenswert (Betrieb zzgl. Immobilie)			1000

Beispiel 6

Eine als Einzelfirma betriebene Bäckerei hält eine betrieblich genutzte Immobilie (Ladenlokal, Lager und Backstube) im Geschäftsvermögen. Für eine vergleichbare Liegenschaft wäre eine jährliche Miete von CHF 55 000 zu zahlen. Der Wert der Liegenschaft im Rahmen seiner aktuellen unternehmerischen Verwendung ergibt sich dann durch Abzinsung bzw. Kapitalisierung dieser kalkulatorischen Miete abzüglich angenommener Aufwände von CHF 10 000 und Steuern von 20% mit den Kapitalkosten des Betriebs von 12%, also hier mit CHF 300 000 ($\text{CHF } 36\,000/0,12$). Die Berechnungen erfolgen vereinfacht und als ewige Rente (siehe *Tabelle 5*) [18].

jektivierte Bewertung also eine Separierung der Immobilie unterstellt werden kann oder nicht, hat unter diesen Annahmen und Bedingungen keine wertmässige Auswirkung und ist damit irrelevant.

Die beiden dargestellten Varianten sind deckungsgleich, weil hier mit jeweils identischen Kapitalkosten gearbeitet wird. Der Verkehrswert der Immobilie wird dabei durch Abzinsung der marktüblichen Miete mit eben diesen Kapitalkosten ermittelt. Das ist sachgerecht, da die betrieblich ge-

nutzte Immobilie bei angenommener Fortführung des Unternehmens demselben operativen Risiko unterliegt wie das restliche operative Vermögen [19]. Der Eigentümer der Immobilie – und bei einer Einzelfirma gleichzeitig das Unternehmen – ist mit der unternehmerischen Verwendung dieses Objekts eben nicht am Immobilienmarkt tätig, sondern in seinem jeweiligen Markt. Die Immobilie muss also dieselben Kapitalkosten verdienen wie der gesamte Betrieb [20].

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

Diese pauschale Annahme ist auch dann plausibel, wenn man bei den im Restbetrieb verbleibenden Vermögenswerten

mit spezifischen Kapitalkosten (weighted average return on assets – WARA) arbeitet, wie dies etwa bei Kaufpreisallokationen der Fall ist. Diese werden zur groben Plausibilisierung in die Kapitalkosten des Unternehmens übergeleitet (WACC-to-WARA-Überleitung). Bei insgesamt gegebenen bzw. insgesamt plausiblen Kapitalkosten muss das Herauslösen eines risikoarmen Vermögenswerts – eben der Immobilie – die gewichteten Kapitalkosten des verbleibenden Vermögens steigen lassen [21].

4. FAZIT UND ZUSAMMENFASSUNG

→ Es gibt keine besonderen Methoden für die Bewertung von Kleinstunternehmen, allerdings sind deren Besonderheiten bei der Bewertung zu berücksichtigen. Dies betrifft vor allem die eingeschränkte Datenqualität, die Prägung des Unternehmens durch den Eigentümer und die fließenden Grenzen zwischen betrieblicher und privater Sphäre.

→ Bei rechtlich erforderlichen Bewertungen muss i. d. R. ein Verkehrswert bestimmt werden. Es ist also ein Verkauf und damit der Wegfall der nicht übertragbaren Ertragskraft zu unterstellen und zu modellieren. Im Kern geht es dabei darum, den mit der aktuellen Eigentümerschaft verbunde-

nen Erfolg abzuschmelzen und so die tatsächlich übertragbare Ertragskraft zu bewerten.

→ Bei der Analyse und Bewertung von Einzelfirmen muss ein kalkulatorischer Unternehmerlohn angesetzt werden. Bei einer objektivierten Bewertung kann dessen steuerliche Abzugsfähigkeit und im Übrigen ein Steuersatz von 20 % unterstellt werden. Die so berechneten privaten Steuern treten im Finanzmodell an die Stelle der betrieblichen Steuern juristischer Personen.

→ Die steuerlichen Folgen einer bei der Berechnung des Verkehrswerts nur gedachten Transaktion können bei einfachen Verhältnissen vernachlässigt werden. Es wird dabei angenommen, dass die Steuerfolgen beim gedachten Verkäufer (Wertminderung durch Steuerlast) und gedachten Käufer (Werterhöhung durch Abschreibungsvorteil) den Einigungsbereich gleichmässig verbreitern, den mittigen Schiedswert jedoch nicht verändern.

→ Betrieblich genutzte Immobilien werden als Teil des operativen Betriebs bewertet. Eine separate Bewertung mag aus Gründen der Transparenz sinnvoll sein, sollte aber in summarischer Betrachtung von Immobilie und Restbetrieb zu keinen davon abweichenden Werten führen. ■

Fussnoten: 1) Vgl. dazu und zu den im folgenden zitierten Zahlen Fust et al., 2020, S. 3. Eine ausführliche und ergänzte Fassung dieses Beitrags erscheint 2022 in: Pfaff/Eberle/Oesch, Jahrbuch Finanz- und Rechnungswesen 2022. 2) Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 24 ff. 3) Bundesgericht, Urteil vom 28.08.2015, 2C_94/2014, E 3.2. 4) Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 19 f. 5) Vgl. Hüttche/Schmid, 2019a, S. 1108. 6) Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 85 ff. m. w. N. 7) Vgl. Wood, 2007, S. 21 ff.; Wood, 2004, S. 167 ff. 8) Vgl. Hüttche/Schmid, 2019b, S. 84 ff. 9) Vgl. Stigler, 1963, S. 54. 10) Vgl. Expertsuisse, 2018, Rn. 96–100. 11) Im gewählten Beispiel der Tankstelle dient der Ansatz einer Wachstumsrate nur einem methodischen Zweck. Konkret müsste man natürlich gute Gründe dafür finden, warum man im Detailplanungszeitraum von gleichbleibenden Erlösen ausgeht, diese aber im Restwertzeitraum ewig wachsen lässt. 12) Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 103 m. w. N. 13) Expertsuisse, 2018, Rn. 44. 14) Würde man die persönlichen Steuern «über dem Strich», also bei den finanziellen Überschüssen berücksichtigen, müsste man dies auch «unter dem Strich», also bei den Kapitalkosten tun und auch dort mit Renditeerwartungen nach Steuern arbeiten. 15) Zu dieser und weiteren Annahmen vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 58. 16) Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato, 2018, S. 58. 17) So auch IDW S 13, Rn. 41 mit einer entsprechend vereinfachenden Annahme. 18) In diesem einfachen Beispiel wird ohne

Finanzschulden, sodass die gewogenen Kapitalkosten (WACC) den unverschuldeten Eigenkapitalkosten des Betriebs entsprechen. Bei Fremdfinanzierung wären zusätzliche Annahmen zur Finanzierung des Vermögenswerts zu treffen. Die direkte Berechnung mit einem Flow-to-Equity Ansatz stösst aufgrund der immanenten Saldierung von Vermögen und Schulden auf Bedenken (vgl. Schüler, 2020, S. 374). 19) Vgl. Reilly/Schweih, 2004, S. 411 f. 20) Paul spricht hier vom «nutzungstypischen Zinssatz» einer Immobilie (vgl. Paul, 2019, S. 1249). 21) Zur WACC-to-WARA-Überleitung unter Einbezug von betrieblich genutzten Immobilien etwa IDW, 2018, S. 602 f.

Literatur: ► Expertsuisse (2018): Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)». Zürich 2018. ► Fust, A./Fueglistaller, U./Züger, T./Brunner, C./Graf, A. (2020): Schweizer KMU: Eine Analyse der aktuellsten Zahlen. St. Gallen, Ausgabe 2020. ► Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G. (2018): Unternehmensbewertung von Schweizer KMU: Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von Expertsuisse, in: Expertsuisse (Hrsg.), Schriftenreihe Expertsuisse, Band 190, Zürich 2018. ► Hüttche, T./Schmid, F. (2019a): Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), in: Peemöller, V.H. (Hg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Auflage 2019, S. 1105–1122. ► Hüttche, T./Schmid, F. (2019b): Prag-

matisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, in: Trex – Der Treuhandexperte 2/2019, S. 84–89. ► IDW (2016): Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht, IDW S 13, in: IDW (Hg.): IDW Verlautbarungen zur Unternehmensbewertung, 2019. ► IDW (2018): Bewertung und Transaktionsberatung – Betriebswirtschaftliche Bewertung, Due Diligence, Fairness Opinions u. a., 2018. ► International Valuation Standards Council (2020): International Valuation Standards, Ausgabe 2020. ► Paul, E. (2019): Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V.H. (Hg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Auflage 2019, S. 1205–1254. ► Reilly, R./Schweih, R. (2004): The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, New York 2004. ► Schüler, A. (2020): Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: zfbf 2020, S. 371–396. ► Stigler, G. (1963): Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries. Princeton University Press, 1963. ► Wood, D. (2004): An Allocation Model for Distinguishing Enterprise Goodwill from Personal Goodwill, in: American Journal of Family Law, Volume 18, Number 3, Fall 2004, S. 167–173. ► Wood, D. (2007): Goodwill Attributes: Assessing Utility, in: The Value Examiner, January/February 2007, S. 21–29.

