

Die neue «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» der EXPERTsuisse

Hintergrund, Neuerungen, Schlaglichter



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und 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 und ist Of Counsel einer mittelständischen Steuerberatungsgesellschaft. Er wird häufig als

Gutachter in gerichtlichen und aussergerichtlichen Verfahren angefragt und ist u.a. auch Gründungspartner und Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen. Für die EXPERTsuisse leitet er deren Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung.



Dr. Fabian Schmid ist promovierter Ökonom, Certified Valuation Analyst (CVA) und CFA Charterholder (Chartered Financial Analyst). Er ist Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Seine Themenschwerpunkte umfassen die Bewertung von KMU und die Kapitalkostenbestimmung, zu denen er regelmässig referiert und publiziert. Zudem ist er Gründungspartner und Geschäftsführer der

wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen. Er bewertet regelmässig KMU und berät Unternehmen bei finanziellen und strategischen Fragestellungen. Fabian Schmid ist auch Mitglied der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung der EXPERTsuisse.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	121
2.	Änderungen im Überblick	121
3.	Marktpreis, Marktwert und Verkehrswert	123
3.1	Wert und Preis.....	123
3.2	Wertbegriffe in der Schweiz.....	124
3.3	Subjektive und objektivierende Bewertungen.....	126
4.	Substanzwert, Liquidationswert, Mindestwert	131
4.1	Abgrenzung von Substanz und Liquidationswert.....	131
4.2	Eigenständige Bedeutung des Substanzwerts.....	133
4.3	Substanzwert als Mindestwert?.....	134
5.	Erfordernis der Konsistenz	135
5.1	Konsistenz im Prozess der Unternehmensbewertung.....	135
5.2	Konsistenz von Wert und Preis.....	136
5.2.1	Equity Bridge.....	136
5.2.2	Finanzschulden und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	137
5.2.3	Quasi-Vermögen und Quasi-Schulden.....	139
5.3	Konsistente Bewertungsgutachten.....	141
6.	Fazit	143
	Literaturverzeichnis	143

1. Einleitung

Anders als die Revision, ist eine Unternehmensbewertung kein wiederkehrendes und planbares Mandat. Gleichwohl muss das dafür erforderliche Fachwissen aktuell und das Handwerkszeug vorhanden sein.

Die darauf gerichtete Facharbeit der EXPERTsuisse hat Tradition. Die erste Fachmitteilung zum Thema Unternehmensbewertung stammte aus dem Jahr 1994 und wurde 2008 überarbeitet. Dort standen noch der Ablauf einer Bewertung und die Berichterstattung im Vordergrund, nicht die Wertberechnung im engeren Sinne. Die 2018 verabschiedete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» sollte gerade der mittelständischen Praxis Orientierung geben.

Diese noch junge Verlautbarung wurde in interessierten Kreisen – also von Unternehmen, Beratern, Prüfern, aber auch Steuerverwaltung und Rechtsprechung – positiv aufgenommen. Es stellte sich bald die Frage, ob und inwieweit die dort für die Bewertung von KMU beschriebenen Grundsätze auch in anderen Fällen angewendet werden können. Dies auch deswegen, weil es – anders als in Deutschland oder Österreich – in der Schweiz keinen für den Berufsstand verbindlichen Standard gibt, auf den bei Bewertungen von grösseren oder kotierten Unternehmen Bezug genommen werden kann.

Die Autoren dieses Beitrags sind Mitglieder einer Arbeitsgruppe der EXPERTsuisse, welche die Facharbeit zum Thema Unternehmensbewertung übernimmt. Aus dieser Optik heraus geben sie einen Überblick über die Änderungen sowie deren Hintergrund und werfen Schlaglichter auf wesentliche Inhalte und Aspekte.¹

2. Änderungen im Überblick

Die Öffnung der Fachmitteilung für die Bewertung auch grösserer Unternehmen brachte verschiedenen Anpassungsbedarf mit sich, worauf im Folgenden kurz eingegangen wird. Für die Bewertung von KMU ergeben sich daraus keine wesentlichen Änderungen, allenfalls Präzisierungen.

1 Die folgenden Ausführungen basieren auf dem Beitrag von Hüttche (2022), S. 234 f., sowie der kommentierten Fassung der neuen Fachmitteilung von Hüttche/Schmid (2022), S. 18 ff.

Schwerpunkt der Fachmitteilung ist auch weiterhin die Beschreibung der Mandatsabwicklung. Nach den Bewertungsgrundsätzen wird die Methodik der Unternehmensbewertung beschrieben. Dabei spricht sich die Fachmitteilung grundsätzlich für eine Bewertung mit Discounted-Cash-flow-(DCF-)Verfahren aus.

Die neue Fachmitteilung fällt etwas kürzer und straffer aus als die Vorversion, was angesichts ansonsten blühender Regulierungen positiv überrascht. Dies liegt einmal am erweiterten Anwendungsbereich. Dieser verlangt Formulierungen, welche den Besonderheiten von KMU ebenso Rechnung tragen wie denjenigen von kotierten Unternehmen oder internationalen Konzernen. Weiter wurde das Konzept einer die Fachmitteilung begleitenden Kommentierung ausgebaut. Während die Fachmitteilung prägnante Empfehlungen gibt, werden diese in der Kommentierung ausführlich begründet und ihre konkrete Umsetzung beispielhaft erläutert.

Konzeptionell wurde der Begriff des «objektivierte Wertes» durch eine «objektivierende Bewertung» ersetzt. Der Schweizer Bewertungspraxis ist das in Deutschland und Österreich verbreitete Konzept des «objektivierte Wertes» fremd. Ein objektivierter Wert ist hierzulande keine eigene Wertkategorie, sondern das Ergebnis einer dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Wertermittlung. Gerade bei rechtlich erforderlichen Bewertungen (Steuer-, Güter-, Erb- und Gesellschaftsrecht) kommt es häufig auf den Verkehrswert an. Dieser ist nun als Marktwert definiert, als potenzieller Marktpreis, der – eben objektivierend – eine unvoreingenommene Verhandlungslösung simuliert. Auf die damit verbundenen Fragen wird in Abschnitt 3 dieses Beitrags eingegangen.

Konkreter gefasst wurden schliesslich die Ausführungen zum Liquidations- und Substanzwert. Diese beiden Werte gilt es auseinanderzuhalten. Bei der Berechnung des Substanzwerts wird – im Unterschied zum Liquidationswert – stets die Fortführung des Unternehmens unterstellt. Ob dieser dann auf Basis von Buchwerten, Wiederbeschaffungs- oder Rekonstruktionswerten abgeleitet wird, ist eine Frage des Bewertungszwecks. Betont wird auch, dass der Substanzwert in der Regel nur ein Hilfswert ist. Abschnitt 4 dieses Beitrags vertieft auch diese Fragestellung.

Erweiternd wird die Bewertung mit Multiplikatoren als eigenes Bewertungsverfahren erwähnt. Dies deshalb, weil die bei KMU geltenden Einschränkungen (fehlende Marktdaten, mangelnde Vergleichbarkeit etc.) bei kotierten Unternehmen nicht gleichermassen gelten. Schliesslich wird empfohlen, die Wertberechnung durch Sensitivitätsanalysen zu ergänzen.

Grundsätzlich – und das gilt für alle Phasen der Bewertung – ist immer auf die Konsistenz der Ergebnisse zu achten. Das gilt für die Wert- wie auch für die Preisfindung. Abschnitt 5 geht auf dieses Thema ein.

3. Marktpreis, Marktwert und Verkehrswert

3.1 Wert und Preis

«Be-»Wertungen dienen der Ermittlung eines Werts, mitunter auch mehrerer Werte oder einer Bandbreite von Werten. Ein Wert im ökonomischen Sinne drückt eine genau definierte Subjekt-Objekt-Beziehung – seinen Nutzen – in Geldeinheiten aus.² Da der Nutzen nur für eine konkrete Person bestimmt werden kann, ist ein Wert stets subjektbezogen und ergibt sich aus den konkreten Erwartungen dieses Bewertungssubjekts und seinen alternativen Handlungsoptionen.³

Um nun von einem Wert zu einem Preis zu gelangen, bedarf es einer Einigung zwischen mindestens einem Käufer und einem Verkäufer, idealerweise deren Vielzahl in Form eines Markts. Einigen sich die Parteien auf einen Preis, so liegt dieser im sogenannten Einigungsbereich der subjektiven Werte beider Parteien (ihren Grenzpreisen), da die Transaktion sonst keinen wirtschaftlichen Mehrwert für diese generiert. Aus solchen, im normalen Geschäftsgang zustande gekommenen Transaktionen ergeben sich Marktpreise für die gehandelten Vermögenswerte bzw. Unternehmen oder Unternehmensanteile. Fehlt es daran – an Transaktionen allgemein oder normalen Umständen im Speziellen – und ist dennoch ein Marktpreis erforderlich, muss ein Markt und das Verhalten der Marktteilnehmer durch die Bewertung simuliert werden. Mithilfe der Kapitalmarkttheorie und der einschlägigen Modelle nähert man sich dabei dem

2 Siehe Peemöller (2019), S. 3.

3 Siehe Aschauer/Purtscher (2020), S. 427.

Bei einer Transaktion haben Verkäufer und Käufer unterschiedliche Sichtweisen und Wertvorstellungen. Einigkeit muss am Ende über den Preis herrschen. Werden in einer solchen Situation Bewertungen in Auftrag gegeben, so geht es dabei keiner Partei um eine möglichst objektive Wertermittlung. Es werden vielmehr Argumente für die Stärkung der eigenen Position gesucht, oder um Entscheidungen zu fundieren.⁸ *Abbildung 1* stellt diesen Zusammenhang zwischen Bewertungsanlass, -zweck und den daraus resultierenden Wertarten dar.

Bei Entscheidungs- und Argumentationswerten werden die subjektiven Vorstellungen, persönlichen Verhältnisse und sonstigen Gegebenheiten einer Partei ausdrücklich berücksichtigt.⁹ Es handelt sich insoweit um subjektive Unternehmenswerte. Dass diese Werte «links- oder rechtschief» ausfallen, ist natürlich. Unbegründete Gefälligkeitsgutachten sind damit jedoch nicht vereinbar.

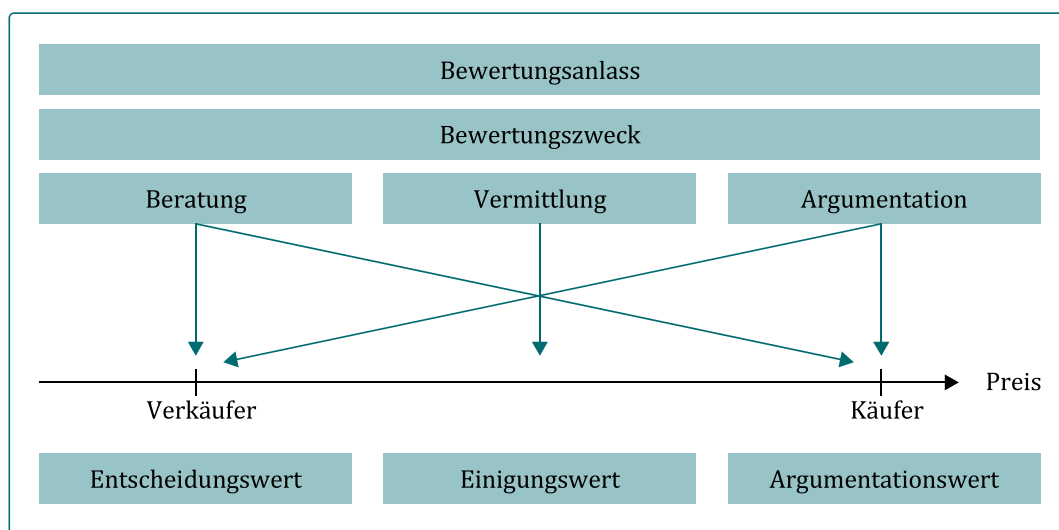


Abbildung 1: Bewertungszweck und Wertarten

Soll hingegen bei dominierten Bewertungsanlässen – wozu auch regulatorische Anlässe zählen – eine Einigung zwischen zwei oder mehr Parteien erreicht werden, ist ein Einigungswert gesucht. Dabei kann es naturgemäss nicht nur auf die Sichtweise einer Seite ankommen.¹⁰

8 Siehe Kruschwitz/Löffler/Sloane (2009), S. 261.

9 Zu den Begriffen siehe auch beispielsweise Ballwieser/Hachmeister (2021), S. 1.

10 Siehe IDW (2008), Tz. 12.

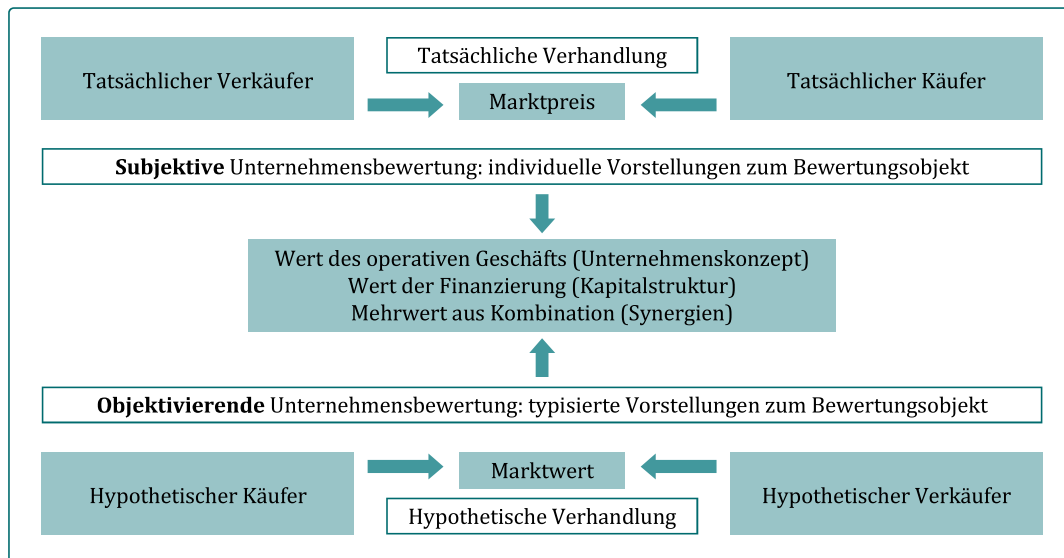


Abbildung 2: Subjektive und objektivierende Unternehmensbewertung

Geht es also um die Berechnung eines Verkehrswerts, wie es beispielsweise bei erb- oder güterrechtlichen Streitigkeiten erforderlich ist, bedeutet dies bei der Bewertung eines Unternehmens bzw. aller Anteile daran Folgendes:

1. Bei der operativen Planung des Bewertungsobjekts ist auf das am Bewertungsstichtag bestehende Unternehmenskonzept abzustellen. Dabei sind realistische Zukunftserwartungen, Marktchancen, -risiken und die finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens zu berücksichtigen. Zu dieser Entwicklung muss das Unternehmen aus sich heraus – auf einer «stand alone»-Basis – in der Lage sein.
2. Da ein Verkauf unterstellt wird, sind bei der Bewertung alle mit dem aktuellen Eigentümer verbundenen und nicht übertragbaren Faktoren auszublenden. Synergien sind nur insoweit zu berücksichtigen, als diese mit jedem beliebigen bzw. markttypischen Erwerber realisiert werden können.
3. Bezüglich der Finanzierung ist die Perspektive eines markttypischen Anteilseigners einzunehmen, der sein Unternehmen markttypisch finanzieren würde. Hinweise darauf geben Branchenwerte oder Verhältnisse einer Vergleichsgruppe («peer group»).
4. Weicht die aktuelle Kapitalstruktur von der als markttypisch angenommenen ab, so muss dies durch das Geschäftsmodell erklärbar sein. Andernfalls beruht die Finanzierung auf offensichtlich subjektiven Präferenzen oder Eigenschaften, die bei einer objektivierenden

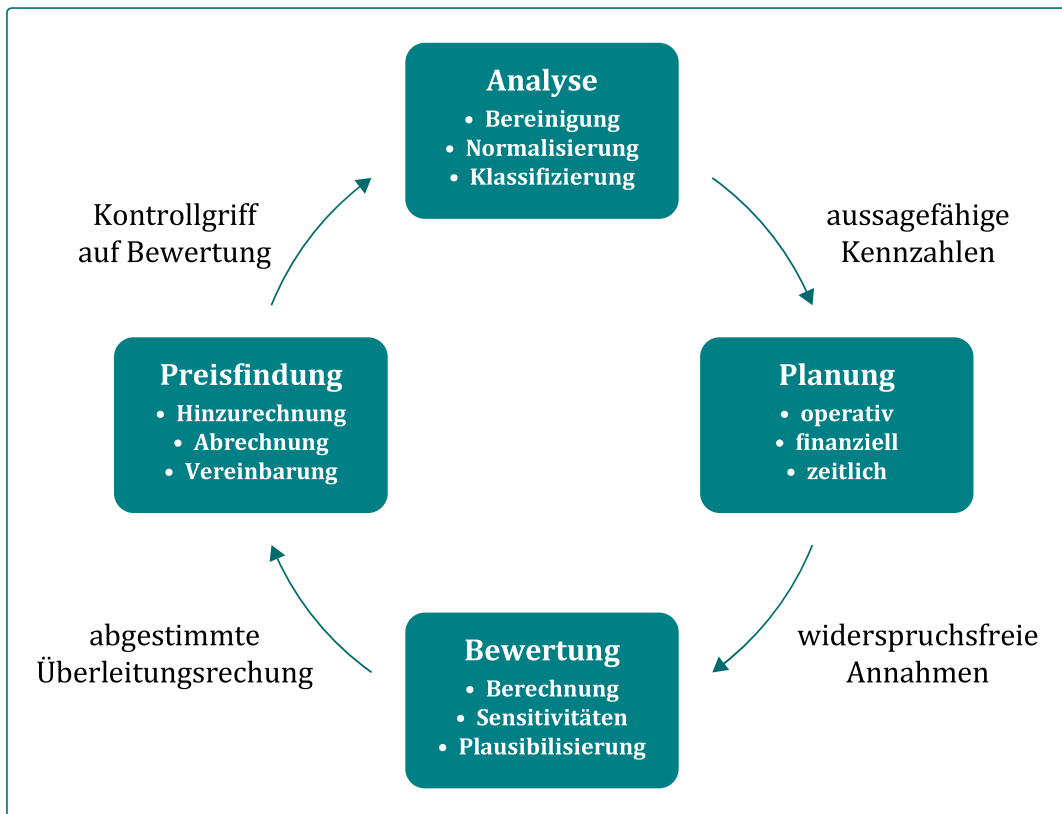


Abbildung 3: Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Unternehmensbewertung

5.2 Konsistenz von Wert und Preis

5.2.1 Equity Bridge

So wie sich bilanziell das buchhalterische Eigenkapital als Differenz von Vermögen und Schulden ergibt, so leitet sich auch der Wert des Eigenkapitals grundsätzlich aus der Differenz vom Marktwert des Gesamtkapitals (dem gesamten Unternehmenswert) und den Finanzschulden ab. Da die zu bewertende wirtschaftliche Einheit jedoch mehr, aber auch weniger als das bilanzierte Nettovermögen umfassen kann, sind – neben den Finanzschulden – noch weitere Korrekturposten zu berücksichtigen. Die Überleitung auf den Wert des Eigenkapitals und letztlich den Kaufpreis («equity bridge») ist üblicherweise Gegenstand intensiver Verhandlungen. Dabei ist auf die Konsistenz von Bewertungsmodell und Überleitungsrechnung zu achten, was sich letztlich in der Konsistenz von Wert und Preis widerspiegelt.³³

³³ Dazu und im Folgenden beispielsweise Pregel/Wagner (2017), S. 2 ff.; Quill (2018), S. 362 ff.; Borgmann (2018), S. 236 ff.

6. Fazit

Die Unternehmensbewertung – so hört und liest man zuweilen – sei mehr Kunst als Wissenschaft. Doch auch Kunst folgt Grundsätzen und verlangt gutes Werkzeug. Die neue «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» stellt vor diesem Hintergrund Grundsätze der Unternehmensbewertung in der Schweiz dar, bei deren Befolgung auch von deren Ordnungsmässigkeit ausgegangen werden kann.

Vergleicht man die Inhalte mit den einschlägigen Standards zur Unternehmensbewertung in Deutschland und Österreich, so zeichnet sich diese durch den hierzulande typischen Pragmatismus aus. Dieser bedeutet nicht Beliebigkeit, sondern betont – wie in anderen Lebensbereichen auch – die Eigenverantwortung der Einzelnen, hier der Bewertenden.

Literaturverzeichnis

Aschauer, E./Purtscher, V. (2020): Die Wertbegriffe «beizulegender Wert» und «beizulegender Zeitwert» des Rechnungswesens vor dem Hintergrund der Unternehmensbewertungslehre, in: RWZ 2020, S. 427–430.

Ballwieser, W./Hachmeister, D. (2021): Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 6. Auflage, Stuttgart 2021.

Bertl, R./Kasapovic, B./Patloch-Kofler, M. (2018): Der Liquidationswert als Bewertungsuntergrenze, in: RWZ 2018, S. 95–101.

Borgmann, M. (2018): M&A-Praxis – Originäre Kaufpreisregelungen im Kontext von Fairness Opinions, in: WPg 2018, S. 236–243.

Damodaran, A. (2012): Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 3. Auflage, New York 2012.

Druey, J. N. (1986): Die Bewertung von Vermögensobjekten im ehelichen Güterrecht und Erbrecht, in: Riemer, Michael/Walder, Ulrich/Weimar, Peter (Hrsg.): Festschrift für Cyril Hegnauer zum 65. Geburtstag, S. 15–32, Bern 1986.

DVFA (2012): Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, Dezember 2012.