

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 «objektivierten Wertes» durch eine «objektivierende Bewertung» ersetzt. Der Schweizer Bewertungspraxis ist das in Deutschland und Österreich verbreitete Konzept des «objektivierten 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 Hilfwert 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.

Marktpreis an. Ein solcher, potenzieller Preis wird als «Marktwert» bezeichnet.⁴

Nicht immer verlangt eine Bewertung auch nach dem Markt bzw. einem Marktpreis. Geht es beispielsweise um die Schätzung von Nutzungswerten einer Beteiligung nach IAS 36 oder Swiss GAAP FER 20, kommt es allein auf deren subjektive, wertrelevante Eigenschaften aus Sicht des aktuellen Eigentümers an.⁵ Diese beinhalten auch Effekte, die ein Dritter nicht realisieren und nicht bezahlen würde (Synergien, Steuervorteile, rechtliche Vorteile etc.). Erst wenn keine Halteabsicht mehr besteht, die Beteiligung also verkauft werden soll, kommen die preisrelevanten Aspekte ins Spiel, und es ist ein Marktpreis (sofern beobachtbar) oder Marktwert im obigen Sinne zu ermitteln.

3.2 Wertbegriffe in der Schweiz

Wären Werte nur bei Kauf oder Verkauf von Unternehmen von Bedeutung, wären auch weite Teile der Bewertungslehre praktisch ohne Bedeutung. Man müsste Werte auch nicht benennen oder Einigkeit bezüglich der Begriffe suchen, da der Wert nur ein Schritt auf dem Weg zur Preisfindung ist. Denn Einigkeit muss bei Transaktionen letztlich nur über den Preis, nicht unbedingt den Wert herrschen, da keine Seite die andere zum Abschluss zwingen kann. Man bezeichnet solche Situationen auch als nicht dominierte Bewertungsanlässe.⁶

In anderen Fällen, sogenannten dominierten Bewertungsanlässen, ist das Ergebnis einer Bewertung auch ohne Einigung für andere verbindlich. Diese Verbindlichkeit kann sich aus einem Vertrag, aus dem Gesetz oder aufgrund von Standards ergeben. Beispiele sind etwa Formulierungen in Aktionärsbindungsverträgen (ABV), Regelungen zur Bewertung im Erbrecht (Art. 617 ZGB), Gesellschaftsrecht (Art. 685b OR), Rechnungslegungsrecht (Art. 960b Abs. 1 OR) oder den anerkannten Standards zur Rechnungslegung (etwa Swiss GAAP FER 20, IAS 36 oder US-GAAP). Dabei handelt es sich durchweg um Bewertungssituationen, in denen eine Gegenleistung nicht frei ausgehandelt werden kann, das Ergebnis also letztlich akzeptiert werden muss.

4 Siehe Aschauer/Purtscher (2020), S. 428; Moxter (1983), S. 5.

5 Siehe IDW (2018a), S. 315.

6 Siehe Schütte-Biastoch (2011), S. 11.

In diesen Fällen ist die Bezeichnung des Werts – und was darunter verstanden wird – von entscheidender Bedeutung. Hier ist in der Schweiz der Begriff «Verkehrswert» zentral. Weiter kennen Gesetz und Rechtsprechung auch den «wirklichen Wert». In der Verwaltung hat sich schliesslich auch der «innere Wert» etabliert.

Konzeptionell versteht die Schweizer Rechtsprechung unter dem «Verkehrswert» einen Betrag,

- «der bei einer Veräusserung zu erhalten wäre» (BGer 117 II 218, E.4.a),

wobei dieser Verkauf

- «zu einem bestimmten Zeitpunkt» (BGer 2C_94/2014, E.2.4.2),
- «auf einem freien Markt» (BGer 121 III 152, E.3.c.) und
- «unter normalen Verhältnissen, ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse» (BGer 2C_94/2014, E.3)

angenommen wird.

Es handelt sich insoweit um «einen objektivierten Wert, welcher [...] nicht durch ausserordentliche Umstände» (BGer 2C_692/2014, E.2.4.2) zustande gekommen ist. Massgebend ist somit eine «technische bzw. rechtlich-objektive und nicht eine subjektiv-wirtschaftliche Betrachtungsweise» (BGer 2C_94/2014, E.3). «Überschwängliche romantische Gefühle» sind als Triebfeder einer Partei ebenso ohne Belang (BGer 4A_533/2013, B) wie eine «ehekrisenbedingte Depression» oder anschliessende «Verwahrlosung» (BGer 5A_387/2010 und BGer 5A_405/2010).

Tatsächlich bezahlte Preise – auch wenn die Transaktion nach dem Bewertungsstichtag stattgefunden hat – lassen dabei grundsätzlich Rückschlüsse auf die Verhältnisse am Bewertungsstichtag zu (BGer 2C_504/2009). Dies gilt allerdings dann nicht, wenn diese Preise spekulative oder subjektive Komponenten enthalten (BGE 131 I 291, E. 3.2.2).

Der Verkehrswert in diesem Sinne entspricht also der oben entwickelten Position des «Marktwertes». Diese Sichtweise gilt auch bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Auch hier ist eine Ver-

wertung unter normalen Umständen und ohne Rücksicht auf persönliche Verhältnisse anzunehmen (BGE 125 III 1, E.5.c). Dabei ist allein die Tatsache, dass an nahe Angehörige verkauft wird, kein Ausschlussgrund (BGer 2C_504/2009).

Während der Charakter des Verkehrswerts weitgehend und normübergreifend festzustehen scheint, liegen die Dinge beim «wirklichen Wert» etwas anders. So wird der in Art. 685b OR bei Vinkulierungen anzubietende «wirkliche Wert» vom Gesetzgeber und von der Rechtsprechung im Sinne des Verkehrswerts verstanden (BGer 10 II 259, W.2.a m.w.N.). Der «wirkliche Wert», bis zu welchem Grundstück und Beteiligungen zur Behebung eines Kapitalverlusts oder einer Überschuldung aufgewertet werden dürfen, wird hingegen eher als interner Nutzungswert im Sinne der Rechnungslegung verstanden, wobei auch systematisch die Nähe zu den anerkannten Standards der Rechnungslegung (IFRS bzw. Swiss GAAP FER) gesucht wird.⁷

Der «innere Wert» ist hingegen kein genuiner Rechtsbegriff, sondern wird vor allem in der Kautelarpraxis und Verwaltung verwendet. Seine Bedeutung ist ohne Kontext nur schwer zu fassen, auch wenn eine semantische Betrachtung vom «inneren» zum «äusseren» Wert führt und dies an die Paarung von Wert und Preis erinnert. Die Rechtsprechung dazu ist nicht einheitlich. Sie versteht den inneren Wert einmal als «verkehrsüblich [...], nämlich als wirklicher Wert» (BGer 4A_187/2015, 4A_199/2015, E.5) und damit wohl auch als Verkehrswert. In einem anderen Fall weist sie aber darauf hin, dass der «Verkehrswert [...] nicht einfach aufgrund des inneren Wertes des Unternehmens» (BGer 117 II 218, E.4.a) bestimmbar sei. Auch die Steuerverwaltung interpretiert den inneren Wert als Verkehrswert (KS 28, 2.5). Insofern muss sich die Bewertungskonzeption beim inneren Wert am konkreten Bewertungszweck orientieren.

3.3 Subjektive und objektivierende Bewertungen

Die angestellten Überlegungen zu «Marktpreis» und «Marktwert», den dominierten und nicht dominierten Bewertungsanlässen sowie der Bedeutung des Verkehrswerts machen deutlich, dass es bei Bewertungen stets auf die Perspektive ankommt.

⁷ Siehe Loser (2021), S. 326 f.

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.

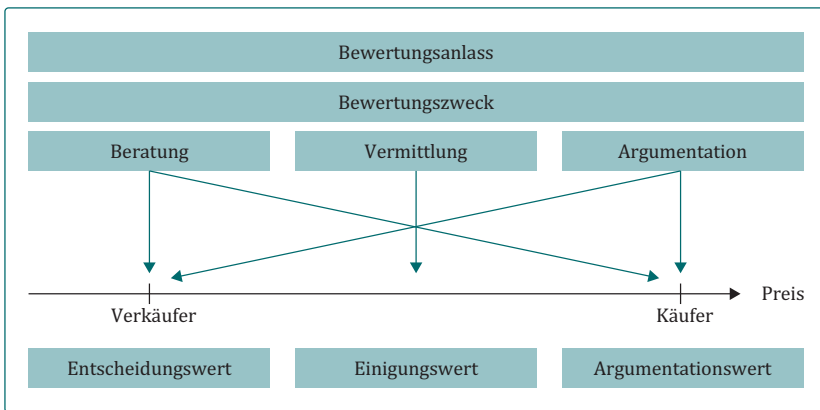


Abbildung 1: Bewertungszweck und Wertarten

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.

Welche Rolle die Erwartungen der Parteien spielen, hängt vom konkreten Bewertungsanlass ab: Bei einem vertraglich vereinbarten Schiedsverfahren wollen die Parteien eine Einigung erzielen. Der Wert sollte also deren Vorstellungen von einer fairen Konfliktlösung entsprechen.¹¹ So sind Grundsätze und Massstäbe, die sich aus einer Schiedsklausel ergeben, zu beachten oder – bei Fehlen konkreter Anhaltspunkte – der Zweck, den die Parteien mit dem Schiedswert verfolgen.¹² Die Wertvorstellungen der Parteien können sich auch aus Gutachten oder Dokumentationen ergeben. Sind diese begründet und intersubjektiv nachprüfbar, können sie unter sachlichen Gesichtspunkten berücksichtigt werden.¹³

Bei gesetzlich, gerichtlich oder regulatorisch erforderlichen Bewertungen (Güter-, Gesellschafts- oder Erbrecht, Schadenersatz etc.) kommt es hingegen nicht auf die Vorstellungen der Parteien, sondern auf die des Gesetzgebers an. Hier gibt das Gesetz den Bewertungszweck und damit – wenn auch nicht immer deutlich – auch die Bewertungskonzeption vor.¹⁴ Diese konkretisiert sich – wie beschrieben – üblicherweise in der Ermittlung eines Verkehrswerts. Zu dessen Ermittlung verweist die Rechtsprechung auf die Bewertungslehre und -praxis und hat damit «den schwarzen Peter weitergereicht»¹⁵. Es gilt hier, einen Marktwert gutachterlich zu ermitteln, also einen Marktpreis zu approximieren.¹⁶ Der gesuchte Wert ist eine simulierte Verhandlungslösung, eine typisierende Schätzung, die von den konkreten Verhältnissen bewusst absieht.¹⁷ *Abbildung 2* stellt diese unterschiedlichen Perspektiven – tatsächliche versus gedachte Transaktion – gegenüber.

Die Berechnung solcher Werte erfordert damit eine objektivierende Bewertung. Dabei handelt es um keine eigene Wertkategorie, sondern eine dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechende Wertermittlung. Da auch diese auf Annahmen beruht, ist auch ein solcher Wert im Grunde

11 Siehe Grosse-Frericks (2013), S. 72 f.

12 Siehe IDW (2017), Abschnitt 2.1; BGer 4A_187/2015, 4A_199/2015, E.4.1.

13 Siehe KWT (2014), Tz. 20; IDW (2017), Abschnitt 2.1.

14 Siehe Druey (1986), S. 17. Handschin (2010) bezeichnet dies als die Frage nach dem «Bewertungsthema» (Rz. 8).

15 Jörg (1997), S. 123.

16 Auch das Bundesgericht sieht es für zulässig an, den Verkehrswert gutachterlich zu bestimmen oder als Marktpreis zu schätzen, siehe Bundesgericht vom 28.01.2009 – 5A_557/2008/bnm, E. 3.2.2.

17 Siehe Jonas (2019), § 3, N 4; Grossfeld/Egger/Tönnies (2016), N 214.

subjektiv, aber intersubjektiv nachprüfbar – eben objektivierend – berechnet.¹⁸ Dazu müssen Informationen ermessensfrei oder mindestens ermessensbeschränkt gewonnen und verwertet werden.¹⁹ Die Verwendung kapitalmarkttheoretischer Modelle (CAPM etc.) hilft dabei, denn sie simulieren ein markttypisches Verhalten.

Während es also bei subjektiven Bewertungen auf die Sicht einer Partei ankommt und bei Schiedsverfahren auf die der bekannten Parteien, werden bei gesetzlich oder gerichtlich erforderlichen Verkehrswerten nicht nur Verkäufer und Käufer angenommen, sondern die gesamte Transaktion «gedacht». Wird etwa ein Verkehrswert für eine güterrechtliche Einigung gesucht, so wird mit dem unterstellten Verkauf auch der Wegfall aller mit der Person des aktuellen Eigentümers zusammenhängenden Faktoren angenommen. Dies gilt unabhängig davon, ob das fragliche Unternehmen nun tatsächlich weitergeführt wird oder nicht.

Als Käufer wird ein markttypischer Erwerber, ein objektiv vernünftiger Dritter angenommen.²⁰ Dieser bewertet das Unternehmen unter der Annahme seiner Fortführung und auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren. Dabei berücksichtigt er die im Unternehmen zum Bewertungsstichtag erkennbaren Potenziale und Synergien. Von diesen muss jedoch jeder «gedachte» Erwerber (markttypischer Erwerber) profitieren können.

18 Siehe Jonas (2019), § 3, N 2.

19 Siehe Moxter (1983), S. 26.

20 Siehe DVFA (2012), S. 18.

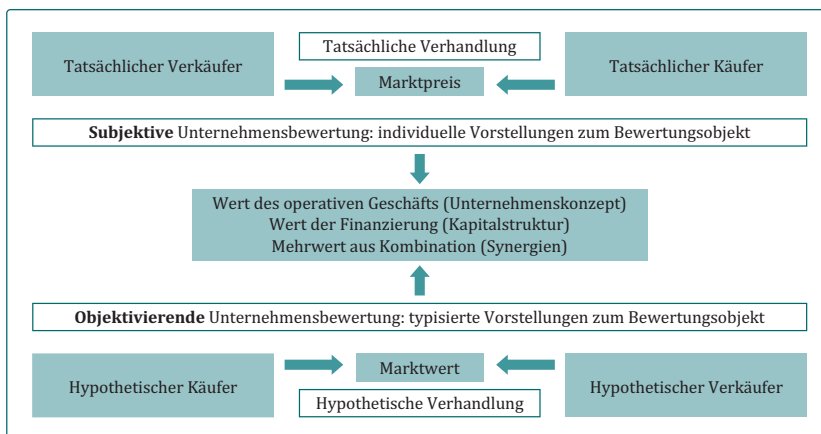


Abbildung 2: Subjektive und objektivierende Unternehmensbewertung

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

Bewertung unbeachtlich sind.²¹ Die übliche Kapitalstruktur sollte am Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein, ggf. ist der Zeitraum zu verlängern.

Dies sind nur illustrative Beispiele. Art und Umfang der Objektivierungen hängen im Übrigen immer von der konkreten Bewertungsaufgabe ab. Ist etwa ein Minderheitenanteil zu bewerten, ist die effektive Finanzierung gegeben, da auch der gedachte Erwerber des Anteils diese nicht ändern kann.

4. Substanzwert, Liquidationswert, Mindestwert

4.1 Abgrenzung von Substanz und Liquidationswert

Der zu den Einzelbewertungsverfahren gehörende Liquidations- oder Substanzwert bewertet einzelne Vermögenswerte (und Schulden), wobei ein bestimmter Geschehensablauf – Verkauf bei Liquidation oder Wiederbeschaffung bei als Rekonstruktionswert berechnetem Substanzwert – unterstellt wird.

Der Liquidationswert entspricht dem Barwert der finanziellen Überschüsse, der sich bei Veräußerung der Vermögenswerte und Tilgung der Schulden unter Berücksichtigung der mit der Liquidation verbundenen Kosten und Steuern ergibt. Dabei kommt es wesentlich darauf an, innerhalb welchen Zeitraums die Liquidation erfolgt. Insoweit bedarf es zu seiner Berechnung auch eines Liquidationskonzepts.²² Dabei sind zunächst – unabhängig von der Erfassung in der Jahresrechnung – alle Aktiven und Passiven nach Massgabe ihrer Veräußerbarkeit (Aktiven) bzw. Bezahlbarkeit (Schulden) zu erfassen. Beides ist massgeblich von der Zerschlagungsgeschwindigkeit (Zeitraum) und der Zerschlagungsintensität (Verwertung einzelner Vermögenswerte, Gruppen oder ganzer Betriebsteile) abhängig. Je nachdem kann auch beim Liquidationswert ein Goodwill angesetzt werden.

21 Siehe IDW (2018b), Rn. 43 ff.

22 Siehe Bertl/Kasapovic/Patloch-Kofler (2018), S. 97 ff.

Zu den Liquidationskosten rechnen neben den unmittelbaren Kosten der Veräußerung auch etwaige Restrukturierungskosten und die betrieblichen Steuern auf die Veräußerungsgewinne. Erstreckt sich der Zeitraum der Liquidation über mehr als ein Jahr, ist der sich ergebende finanzielle Überschuss auch mit den Kapitalkosten abzuzinsen, allerdings mit sich aus den Umständen ergebenden Anpassungen:²³ Da die Lebensdauer nun endlich und bekannt ist, kann auch der risikolose Zins aus einer verkürzten Zinsstrukturkurve abgeleitet werden. Und auch wenn es für zu liquidierende Unternehmen keinen Markt gibt, können vereinfachend die üblichen Marktrisikoprämien und das Beta der Branche herangezogen werden.

Die Einordnung des Substanzwerts und des Substanzwertverfahrens wird durch eine nicht immer trennscharfe Begriffswahl erschwert. Dies führt auch zu Abgrenzungsproblemen mit dem Liquidationswert.

Im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren kommt der Substanz nur eine Hilfsfunktion zu:²⁴ Sie liefert die rechnerische Grundlage für die Planung von Abschreibungen sowie Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen. Wie die Substanz in diesem Zusammenhang bewertet wird – etwa zu Buchwerten, indexierten Werten oder konkreten Wiederbeschaffungskosten –, hängt vom Einzelfall ab.

In den Mischverfahren – wie etwa dem Praktikerverfahren – steht der Substanzwert gleichberechtigt neben dem Ertragswert. Soweit seine Berechnung nach dem für vermögensteuerliche Zwecke relevanten Verfahren entlang der Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert (Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008) erfolgt, ist dort Näheres geregelt. Davon abgesehen gilt, dass die «handelsrechtlichen Überlegungen durch betriebswirtschaftliche Bewertungskriterien zu ersetzen sind»²⁵. In diesem Kontext wird der Substanzwert aus den um stille Reserven korrigierten Bilanzwerten abgeleitet. Die Beantwortung von Einzelfragen, wie die gesonderte Bewertung des nicht betrieblich notwendigen Vermögens oder der Ansatz latenter Steuern auf die aufgedeckten stillen Reserven, liegen im Ermessen des Bewertenden.

23 Siehe KWT (2019), S. 6.

24 Siehe IDW (2018a), S. 60.

25 Lanz/Bolfing (2005), S. 63.

4.2 Eigenständige Bedeutung des Substanzwerts

Der Substanzwert hat dann eine eigenständige Bedeutung, wenn seine Berechnung rechtlich erforderlich ist, etwa bei Feststellung oder Beseitigung einer Überschuldung (Art. 725c OR oder Art. 6 FusG). Wie dies konkret erfolgt, ergibt sich dann aus dem Gesetz, der einschlägigen Kommentierung und den berufsständischen Grundsätzen.²⁶

Weiter kann eine Einzelbewertung der Substanz betriebswirtschaftlich sinnvoll sein, wenn aus dem Zusammenwirken der Vermögensteile kein Mehrwert zu erwarten ist. Dies kann einmal bei nur vermögensverwaltenden Gesellschaften oder einer Holding mit nicht integrierten Tochterunternehmen bzw. Beteiligungen der Fall sein. Das Substanzwertverfahren wird dann allerdings nur auf der Ebene des Bewertungsobjekts angewendet.²⁷ Für die zu bewertende Substanz wird der jeweils zweckmässige Bewertungsansatz gewählt – für Beteiligungen also Gesamtbewertungsverfahren etc. –, was zu einem Nebeneinander verschiedener Verfahren führen kann.²⁸

Ein Mehrwert ist schliesslich dann nicht zu erwarten, wenn bei Unternehmen lediglich Leistungen angeboten, aber keine finanziellen Überschüsse generiert werden. Bei Non-Profit-Unternehmen, die der öffentlichen Versorgung oder karitativen Zwecken dienen, ist daher nicht der Zukunftserfolgswert, sondern der Rekonstruktionswert massgeblich.²⁹ Dieser Rekonstruktionswert ist auch für den potenziellen Erwerber eines gewinnorientierten Unternehmens relevant, der als Alternative zu dessen Erwerb auch immer den Neuaufbau («auf der grünen Wiese») in Betracht zieht.

Ein so als Rekonstruktionswert verstandener Substanzwert ermittelt sich vorrangig aus Marktpreisen oder Wiederherstellungskosten für die betrachteten Vermögenswerte. Damit weicht der Substanzwert vom Liquidationswert ab, da ihm kein Liquidationskonzept, sondern ein gedank-

26 Siehe beispielsweise HWP BP (2020), S. 215 ff.

27 Siehe Wollny (2018), S. 793.

28 Handkehrum ist es nicht sachgerecht, zwar verschiedene, aber integrierte Vermögensteile wie eine Hotelimmobilie, den zugehörigen Chauffeurservice, Mitarbeiterwohnungen und die Gastronomie getrennt und mit verschiedenen Verfahren zu bewerten (Verwaltungsgericht Zürich, Urteil vom 11.3.2020 – SB.2018.00132).

29 Siehe IDW (2018a), S. 182.

licher Nachbau zugrunde liegt. Es kommen daher auch Wiederbeschaffungskosten für Vermögenswerte zum Ansatz, die im Zweifelsfall nicht veräusserbar wären.³⁰ Da es um einen fiktiven Kauf geht, sind auch (latente) Steuern auf stille Reserven im betrieblich notwendigen Vermögen nicht zu berücksichtigen. Schliesslich kann mit einem Substanzwertverfahren kein Goodwill ermittelt werden. Der damit berechnete Rekonstruktionswert ist konzeptionell immer ein Teilrekonstruktionswert, der den originären Geschäftswert nicht beinhaltet.

4.3 Substanzwert als Mindestwert?

Noch 1998 stellte Helbling fest, «dass ein Unternehmensbewertungsgutachten, in dem der Substanzwert nicht ermittelt und kommentiert ist, als nicht fachgerecht bezeichnet werden muss».³¹ Seit 2006 ist der Substanzwert auch fester Bestandteil der im Kreisschreiben 28 niedergelegten Bewertungsmethode für die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert. Dieser Formelwert gilt auch in anderen Zusammenhängen (beispielsweise Mitarbeiteraktien) als steuerlicher «safe haven».

Aufgrund seiner in der Praxis herausgehobenen Bedeutung stellt sich die Frage, welche Bedeutung ein über dem Ertragswert liegender Substanzwert hat resp. ob ein höherer Substanzwert bei der Suche nach einem Verkehrswert als Mindestwert anzunehmen sei.

Aus dem oben Gesagten wird deutlich, dass ein zusätzlich zum Ertragswert ermittelter Substanzwert konzeptionell stets ein Teilrekonstruktionswert sein muss. Dabei handelt es sich nicht um den Mindestwert für das Unternehmen, sondern um den Mindestbetrag für dessen (Teil-)Reproduktion. Ob sich ein Nachbau lohnt, kann nur gemeinsam mit dem Ertragswert beantwortet werden: Liegt dieser unter dem Substanzwert, spricht nichts dafür. Ein Goodwill oder Badwill (Ertragswert grösser bzw. kleiner Substanzwert) lässt sich daraus nicht ableiten. Dafür kommt es auf den tatsächlich bezahlten Kaufpreis an. Dass ein Käufer einen über dem Ertragswert liegenden Substanzwert bezahlt, lässt sich ökonomisch also nicht begründen. Insoweit scheidet der Substanzwert als Vorstellung für einen Mindestverkehrswert aus.

30 Siehe Wollny (2018), S. 774.

31 Helbling (1998), S. 86.

5. Erfordernis der Konsistenz

5.1 Konsistenz im Prozess der Unternehmensbewertung

Die neue Fachmitteilung stellt fest, dass «zur Nachvollziehbarkeit der Bewertung [...] auch die Konsistenz von Analyse, Planung und der eigentlichen Wertberechnung (gehört). Dabei können Kennzahlen die Analyse und die Planung nachvollziehbar miteinander verbinden. Bei der Wertberechnung kann auf die dafür wesentlichen Annahmen und deren Verankerung in der Planung eingegangen werden».³²

Da jede Bewertung auf einer Planung beruht, verlangt deren Nachvollziehbarkeit zunächst die Konsistenz zwischen Planung und Bewertung. Die dort getroffenen Annahmen zu den Investitionen, zur Finanzierung, zur Abgrenzung des Nettoumlaufvermögens und den Finanzschulden ist grundsätzlich auch für die Bewertung relevant. Wird davon abgewichen – also beispielsweise ausserbilanzielle Verpflichtungen als Finanzschulden angesetzt –, so ist im Gutachten darauf hinzuweisen.

Auf Nachvollziehbarkeit und Konsistenz ist bereits bei Analyse und Planung zu achten. Die nötigen Verbindungen zwischen den einzelnen Phasen und Elementen schaffen aussagefähige Kennzahlen, widerspruchsfreie Annahmen, eine darauf abgestimmte Überleitungsrechnung sowie am Ende – bei den vertraglichen Vereinbarungen – Kontrollgriffe auf die Bewertung und die Art und Weise der dortigen Berücksichtigung von zu regelnden Sachverhalten. Nachfolgende *Abbildung 3* stellt diesen Zusammenhang dar:

32 EXPERTsuisse (2022), Rn. 56.

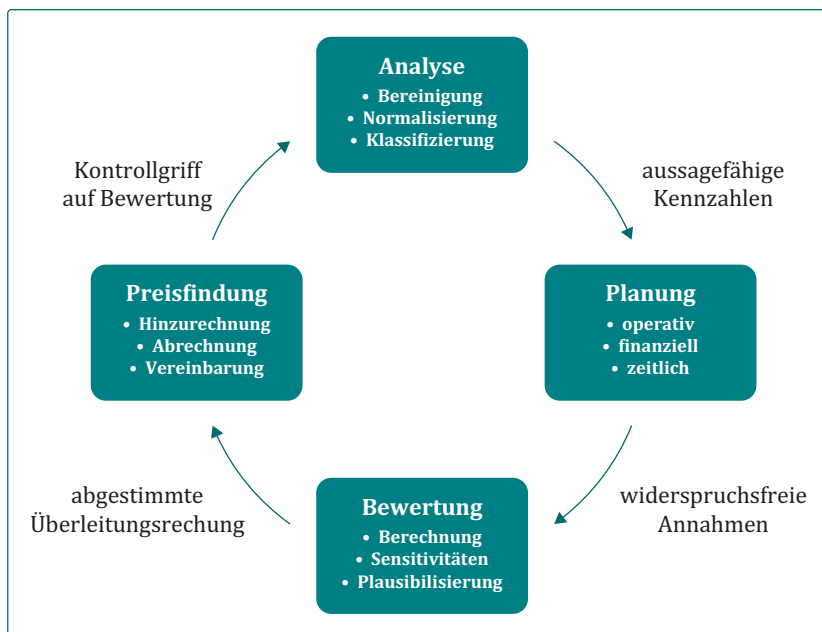


Abbildung 3: Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Unternehmensbewertung

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 Prengel/Wagner (2017), S. 2 ff.; Quill (2018), S. 362 ff.; Borgmann (2018), S. 236 ff.

Dies betrifft:

1. Berücksichtigung der Besonderheiten bei Konzernstrukturen (Minderheitenanteile und nicht konsolidierte Beteiligungen)
2. Abgrenzung der Finanzschulden
3. Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens inkl. der Überschussliquidität sowie
4. Quasi-Vermögen und Quasi-Schulden

Wird der Vollständigkeit halber von Konzernverhältnissen ausgegangen, stellt sich eine solche Überleitungsrechnung in allgemeiner Form wie folgt dar:

| | Marktwert des Gesamtkapitals (Unternehmenswert, Bruttounternehmenswert, enterprise value, entity value) |
|-----|--|
| - | Minderheitenanteile (Anteile Dritter) |
| + | Marktwert nicht konsolidierter Beteiligungen |
| - | Finanzschulden |
| + | nicht betriebsnotwendiges Vermögen (inkl. Überschussliquidität) |
| +/- | Quasi-Vermögen und Quasi-Schulden |
| = | Marktwert des Eigenkapitals (Nettoundernehmenswert, Wert des Eigenkapitals, Eigenkapitalwert, equity value) |

Tabelle 1: Überleitung vom Unternehmenswert auf den Wert des Eigenkapitals

Im Folgenden bewusst ausgeklammert werden die Behandlung von Minderheitenanteilen sowie der nicht konsolidierten Beteiligungen, da diese nur die Bewertung von Konzernen betreffen und sich hier keine Besonderheiten gegenüber der allgemein üblichen Bewertungspraxis ergeben.

5.2.2 Finanzschulden und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Bereits für Zwecke der Bewertung ist abzugrenzen, welche Passiven als Finanzschuld qualifizieren resp. ob weitere nicht bilanzierte Finanzschulden zu berücksichtigen sind. Grundsätzlich qualifiziert jede verzinsliche Kapitalüberlassung als Finanzschuld. Auf die Bezeichnung des Titels oder die vertragliche Vereinbarung kommt es dabei nicht an. Auch unverzinsliche Darlehen gelten insofern als Finanzschulden, die für Zwecke

der Bewertung dann mit marktüblichen Kapitalkosten – die nicht den vertraglich vereinbarten Zinsen entsprechen müssen – belastet werden. Neben ausdrücklich als Darlehen bezeichneten Positionen kann es sich auch bei den dem operativen Bereich zuzuordnenden Verpflichtungen wie langfristigen Rückstellungen oder Leasingverbindlichkeiten um Finanzschulden handeln. Zu beachten ist, dass die Klassifizierung als Finanzschuld auch eine Umgliederung der damit verbundenen Ein- und Auszahlungen im Bewertungsmodell zur Folge hat. Sieht man beispielsweise eine Garantierückstellung als Instrument zur langfristigen Finanzierung und entsprechend als Finanzschuld, wäre diese auch marktgerecht zu verzinsen. Zuführungen wären als Darlehensaufnahme, Inanspruchnahmen hingegen als Darlehensrückzahlung zu interpretieren und dementsprechend zu modellieren.

Auch hier gilt, dass Bewertung und Planung konsistent sein sollten. Wenn in der Unternehmensplanung entsprechende Umformungen vorgenommen werden, können diese problemlos in das Bewertungsmodell integriert werden. Da die Planung ihrerseits in der Regel auf der Jahresrechnung aufsetzt, gibt diese bereits erste Hinweise. So können auf die Bilanz genommene Leasingverbindlichkeiten (sog. financial lease) ohne Probleme als Finanzschulden identifiziert und entsprechend behandelt werden.

Bei Rückstellungen ist zu differenzieren:

1. Führen diese absehbar und im Detailplanungszeitraum zu Auszahlungen, sollten diese als operative Verbindlichkeiten dem Nettoumlaufvermögen zugeordnet werden.
2. Langfristige und voraussichtlich erst im Restwertzeitraum in Anspruch genommene Posten (beispielsweise für Rückbaukosten, Heimfallverpflichtungen etc.) sollten den Finanzschulden zugeordnet werden. Als deren Kapitalkosten bieten sich die Konditionen einer fristengleichen Bankfinanzierung an.
3. Rückstellungen, die zu keinen Auszahlungen führen (beispielsweise ein Sockel der Garantie- oder Depotrückstellungen), sind stille Reserven, die an entsprechender Stelle und bereits vor Eintritt in die Planung aufzulösen sind.

Ferner sollte auch das bilanzierte Eigenkapital analysiert werden: Hybride oder mezzanine Beteiligungsformen werden unter Umständen als Eigenkapital bilanziert, tatsächlich beinhalten sie jedoch eine feste Zahlungsverpflichtung (Mindestverzinsung o.Ä.). Gegebenenfalls wären solche Posten in Fremd- und Eigenkapitalanteil aufzuspalten.

Nur die entsprechend im Bewertungsmodell als Finanzschulden qualifizierten Positionen dürfen daher auch bei der «equity bridge» in Abzug gebracht werden. Nur nebenbei sei bemerkt, dass die «equity bridge» üblicherweise in Buchwerten rechnet, die Unternehmensbewertung jedoch auf Marktwerte abstellt. Sollten diese erheblich voneinander abweichen – beispielsweise bei einem notleidenden Darlehen, Rangrücktritten oder anderen rechtlichen oder tatsächlichen Rückzahlungshindernissen –, sollte die gewollte Perspektive (Buchwert oder Marktwert) auch im Vertrag klar zum Ausdruck kommen.

Die für die Finanzschulden gemachten Ausführungen gelten sinngemäss für die Abgrenzung des Nettoumlaufvermögens bzw. der nicht betriebsnotwendigen Liquidität (Überschussliquidität). Wurden also Rückstellungen oder die gesamte Liquidität bereits dem Nettoumlaufvermögen zugeordnet, dürfen diese Beträge bei der Überleitung vom Unternehmens- zum Eigenkapitalwert nicht nochmals abgezogen oder hinzugerechnet werden. Je nach Geschäftsmodell liegen auch aktive oder passive Rechnungsabgrenzungen vor (beispielsweise erhaltene oder geleistete Vorauszahlungen), die ihrer Natur nach ebenfalls zum Nettoumlaufvermögen gehören.

5.2.3 Quasi-Vermögen und Quasi-Schulden

Als Quasi-Vermögen oder Quasi-Schulden gelten Positionen, die bei der Berechnung des Unternehmenswerts üblicherweise nicht erfasst werden. Zu denken ist an EBIT- oder EBITDA-Normalisierungen bei einer Multiplikatoren-Bewertung. Sofern diese – beispielsweise eine Rekultivierungsverpflichtung – branchenüblich und auch Teil des EBIT bzw. EBITDA der «peer group» sind, wäre der nochmalige Abzug als Finanzschuld ein nicht sachgerechter «double dip».³⁴ Bei der Bewertung mit einem DCF-Modell wäre – wie oben zu den Rückstellungen bereits ausgeführt – zu prüfen, ob und inwieweit die erwarteten Auszahlungen bereits den Free Cashflow gemindert haben.

34 Siehe Prengel/Wagner (2017), S. 4.

Auch immer wieder Anlass zu Diskussionen gibt die Unterscheidung zwischen «gross debt» und «net debt». Unter «gross debt» werden gemeinhin die Finanzschulden des betrachteten Unternehmens verstanden. Werden davon die flüssigen Mittel abgezogen, resultiert die Nettoverschuldung, das sogenannte «net debt». Streng genommen dürften nur die überschüssig vorhandenen liquiden Mittel in Abzug gebracht werden, da nur diese zur Rückzahlung von Fremdkapital frei verfügbar sind.³⁵ In der Praxis wird bei der Bestimmung des «net debt» aber oftmals der gesamte Cash-Bestand mit den Finanzschulden verrechnet. Dies dürfte daran liegen, dass eine Aufteilung der Liquidität in betriebsnotwendig und nicht betriebsnotwendig nur mit grösserem Aufwand (Unternehmensanalyse) und für die zur Bewertung herangezogenen «peer group»-Unternehmen nur approximativ möglich ist.

Werden die Finanzschulden mit den flüssigen Mitteln verrechnet, wird implizit unterstellt, dass beide Positionen dasselbe Risiko und somit dieselben Kapitalkosten aufweisen.³⁶ Dies dürfte bei Unternehmen mit guter Bonität und geringem Ausfallrisiko zutreffend sein, bei stark verschuldeten Unternehmen hingegen weniger. Es ist daher grundsätzlich ratsam, ein Unternehmen auf Basis von «gross debt» zu bewerten und eine allfällige Überschussliquidität bei der Überleitung vom Unternehmenswert zum Eigenkapitalwert gesondert zu berücksichtigen. Dadurch wird der mit der Fremdfinanzierung verbundene Steuervorteil («tax shield») nicht durch die Liquidität, welche typischerweise wenig bis gar keine Zinsen abwirft, verzerrt.

Die Wahl von «gross debt» oder «net debt» hat nicht nur Auswirkungen auf die Frage, wie vom Unternehmenswert auf den Wert des Eigenkapitals übergeleitet wird, sondern fliesst auch an anderen Stellen in die Bewertung ein. So ist auch beim «Unlevern» bzw. «Relevern» des Betas und bei der Gewichtung von Eigen- und Fremdkapitalkosten auf eine gleiche Definition zu achten. Gleiches gilt bei der Handhabung von Entity-Multiplikatoren und der anschliessenden Überleitung auf den Eigenkapitalwert. Bei konsistenter Behandlung müssen beide Varianten – also «gross debt» und «net debt» – zu identischen Bewertungsergebnissen führen.

35 Siehe Ruiz de Vargas/Zollner (2019), S. 308 f.

36 Siehe Damodaran (2012), S. 220.

Da sich auch die Verhältnisse zwischen Bewertungsstichtag und dem Vollzug der Transaktion verändern können, sind weitere Klauseln zur Anpassung des Kaufpreises an Veränderungen der bei der Überleitung berücksichtigten Positionen üblich (z.B. Level des «net working capital»). Auch hier ist auf die Konsistenz zu achten. So kann die Veränderung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität nur in Gesamtschau mit dem Nettoumlaufvermögen beurteilt werden. Andernfalls droht die Gefahr, dass durch «asset squeezing» (beschleunigter Abverkauf oder sogar Rückverkauf des Lagers bei gleichzeitig verzögerter Bezahlung der Kreditoren) der Bestand der Liquidität künstlich erhöht wird.

5.3 Konsistente Bewertungsgutachten

Bei Abfassung konsistenter Gutachten ist auf den konkreten Bewertungszweck bzw. die Adressaten zu achten. Dies gilt gerade bei rechtlich erforderlichen Bewertungen, etwa bei der Festlegung des Verkehrswerts nach Art. 618 ZGB.³⁷ Die einschlägige Rechtsprechung legt nahe, dass ein Gericht einer Expertise folgen wird, welche³⁸

1. die anerkannten Bewertungsmethoden berücksichtigt,
2. Belegstellen der betreffenden Fachliteratur angibt und
3. keine offensichtlichen Widersprüche aufweist.

Auch die Folgeinstanz wird nur dann einschreiten, «wenn die Vorinstanz grundlos von in Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen abgewichen ist»³⁹.

Unternehmensbewertungen sind nicht trivial, sodass eine für den Bewertenden verständliche Sprache und klare Formulierung einem Dritten durchaus Rätsel aufgeben kann. Jedoch wird man bei den Adressaten ein solides Grundverständnis für die Zusammenhänge voraussetzen können. Wortwahl und Begrifflichkeiten dürfen jedoch keine Fehldeutungen zulassen.

37 Macht beispielsweise ein Erbe geltend, dass das Gutachten unrichtig sei, muss er nachweisen, dass das Ergebnis der Schätzung unmöglich richtig sein kann (OGer ZH, ZR 1984, Nr. 51).

38 Siehe Flückiger (2003), S. 263 ff.

39 Bundesgericht vom 3.4.2001 – 4C.363/2000/rnd, E.3.b.

Mit dem Auftraggeber sollte auch abgesprochen werden, welche Berechnungen und Anlagen Bestandteil des Gutachtens sein sollen und welche nicht. Auch wenn Unternehmensbewertungen sensible Informationen enthalten, so handelt es sich nicht pauschal um schützenswürdige Geschäftsgeheimnisse.⁴⁰ Dient das Gutachten also der Beantwortung von Fragen der Angemessenheit, werden üblicherweise keine detaillierten Jahres- und Planungsrechnungen eingefügt, sondern nur die jeweils bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse abgebildet. In anderen Fällen – Kauf, Verkauf, Schiedswerte etc. – müssen diese Informationen natürlich mitgegeben werden, damit sich die Adressaten ein eigenes Bild machen können.

Nebst dem eigentlichen Bewertungsgutachten ist es empfehlenswert, die im Prozess einer Bewertung erhaltenen Informationen und gewonnenen Erkenntnisse in sogenannten Arbeitspapieren zu dokumentieren. Nebst der Nachweis- und Kontrollfunktion dienen sie vor allem als Grundlage für die weiteren Bewertungsschritte und zur Beantwortung allfälliger späterer Fragen.⁴¹

Bei den Arbeitspapieren kann man sich einen sachkundigen Dritten vorstellen, der das Bewertungsergebnis nachvollziehen und die Auswirkungen der Bewertungsannahmen auf das Bewertungsergebnis erkennen will. Anders als im Gutachten, müssen in den Arbeitspapieren alle Bewertungsgrundlagen enthalten sein, unabhängig davon, ob diese auch im Gutachten veröffentlicht werden oder nicht.

Insgesamt sollte bei den Ausführungen in den Arbeitspapieren und Gutachten stets erkennbar sein, ob es sich um eigene Feststellungen oder die Übernahme von Ergebnissen oder Ansichten Dritter handelt. Ferner wäre darauf hinzuweisen, ob es sich dabei um Tatsachen, Vereinfachungen, Annahmen oder Schätzungen handelt.

40 Für die Frage, ob sich dies aus Art. 14 und 16 FusG ableiten lässt, verneinend Bundesgericht vom 6.2.2008 – 4A_440/2007, E. 2.5.

41 Siehe Popp (2019), S. 206.

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.

- EXPERTsuisse** (2022): Fachmitteilung «Unternehmensbewertung», Version vom 30. Mai 2022.
- Flückiger, A.** (2003): Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung, in: ST 4/2003, S. 263–267.
- Grosse-Frericks, Ch.** (2013): Die Angemessenheit des Entgelts für die Übertragung von Eigentumsrechten als Problem rechtsgeprägter Unternehmensbewertung, Dissertation, Universität Bochum 2013.
- Grossfeld, B./Egger, U./Tönnies, W. A.** (2016): Recht der Unternehmensbewertung, 8. Auflage, Köln 2016.
- Helbling, C.** (1998): Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998.
- Hüttche, T.** (2022): Die neue Fachmitteilung Unternehmensbewertung der EXPERTsuisse – ein Überblick, in: EF 6/2022, S. 234–238.
- Hüttche, T./Schmid, F.** (2022): Unternehmensbewertung in der Schweiz – Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung» von EXPERTsuisse, Schriftenreihe 194 EXPERTsuisse (im Druck).
- HWP BP** (2020): Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Betriebswirtschaftliche Prüfungen und verwandte Dienstleistungen, Zürich 2020.
- IDW** (2008): IDW Standard S1 – Grundsätze für die Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2008).
- IDW** (2017): IDW Praxishinweis 2/217 – Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, Stand 2.1.2017.
- IDW** (2018a): Bewertung und Transaktionsberatung – Betriebswirtschaftliche Bewertungen, Due Diligence, Fairness Opinions u.a., Düsseldorf 2018.
- IDW** (2018b): IDW Praxishinweis 2/2018 – Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen, Stand 12.9.2018.
- Jonas, M.** (2019): Berufsständische Bewertungspraxis, in: Fleischer, Holger/Hüttemann, Rainer (Hrsg.): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 66–81, Köln 2019.

- Jörg, F.** (1997): Wertveränderungen einer Aktiengesellschaft bei Auflösung des ordentlichen Güterstandes, Dissertation, Universität St. Gallen 1997.
- Kruschwitz, L./Löffler, A./Sloane, P. F. E.** (2009): Unternehmensbewertung – Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition, in: FS für Gerwald Mandl 2009, S. 257–274.
- KWT** (2014): Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (KFS/BW 1) vom 26.3.2014, o.O., 2014.
- KWT** (2019): Empfehlung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zum Liquidationswert als Wertuntergrenze, Stand 16.1.2019.
- Lanz, A. H./Bolting, A.** (2005): Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, Muri b. B. 2005.
- Loser, Silvan** (2021): Aufwertung von Grundstücken und Beteiligungen nach Art. 725c OR, in: EF 6/2021, S. 324–333.
- Moxter, A.** (1983): Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Düsseldorf 1983.
- Peemöller, V. H.** (2019): Wert und Werttheorien, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, S. 1–15, Herne 2019.
- Popp, M.** (2019): Vergangenheits- und Lageanalyse, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, S. 177–224, Herne 2019.
- Pregel, C./Wagner, A.** (2017): Konsistenzerfordernisse zwischen dem «cash-and-debt-free» Mechanismus und den üblichen Bewertungsmethoden bei M&A-Transaktionen, in: BewP 2017, S. 2–11.
- Quill, T.** (2018): Zum Begriff des Nettoumlaufvermögens («working capital») in der Financial Due Diligence, in: CF 2018, S. 362–367.
- Ruiz de Vargas, S./Zollner, T.** (2019): Absicherungsstrategien gegen Risiken des Unternehmenskaufs, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Auflage, S. 281–317, Herne 2019.

Schütte-Biastoch, S. (2011): Unternehmensbewertung von KMU, Wiesbaden 2011.

Wollny, C. (2018): Der objektivierte Unternehmenswert – Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, 3. Auflage, Herne 2018.