



Tobias Hüttche

Prof. Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer und CVA
Institut für Finanzmanagement der
Hochschule für Wirtschaft FHNW, Basel
tobias.huettche@fhnw.ch



Fabian Schmid

Dr. rer. pol., CFA, CVA
Geschäftsführer und Mitgründer der
wevalue AG, Dozent an der Hochschule für
Wirtschaft FHNW, Brugg
fabian.schmid@wevalue.ch



Dieser Fachbeitrag steht Ihnen auch als Audio-Datei zur Verfügung: auf www.trex.ch gehen, direkt hören oder herunterladen.

Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertung junger Unternehmen (Start-ups)

Nicht jedes Start-up wird ein «Einhorn», viele bleiben ein KMU. Daher ist die Bewertung junger Unternehmen auch in der Treuhandbranche ein Thema. Der Wert dieser zunächst substanzlosen Unternehmen ist im wörtlichen Sinne Ansichtssache. In diesem Beitrag stellen wir zunächst die aus der Optik von Investoren und Eigentümern möglichen und üblichen Verfahren dar. Schliesslich diskutieren wir die Besonderheiten einer objektivierenden Bewertung und stossen dort auf neue und alte Bekannte, nämlich «Daten» und den Substanzwert.

1. Einleitung

Junge Unternehmen oder Start-ups werden aus denselben Gründen bewertet wie etablierte Unternehmen, etwa anlässlich des Einstiegs von Investoren, des Ausscheidens von Eigentümern oder der Beteiligung von Mitarbeitenden. Und leider sind Gründerinnen und Gründer von Start-ups auch mit der Realität konfrontiert: Der Unternehmenswert spielt bei Tod, Scheidung und Streitigkeiten der Anteilseigner eine grosse Rolle.

Junge Unternehmen haben – anders als etablierte Unternehmen – keine Vergangenheit, nur wenig Substanz und eine vollkommen ungewisse Zukunft. Allerdings gilt auch bei deren Bewertung, dass der Bewertungsanlass und der Bewertungszweck die Wertkonzeption und letztlich die Bewertungsmethode bestimmen. Wenn man also über die Bewertung junger Unternehmen spricht (oder schreibt), muss eine konkrete Bewertungsaufgabe der Ausgangspunkt sein. Daher nehmen wir bei unseren Ausführungen drei unterschiedliche Situationen an und neh-

men unterschiedliche Perspektiven ein, in denen jeweils der Rat (oder eine Bewertung) der Treuhänderin oder des Treuhänders gefragt ist.

Zunächst betrachten wir die Situation der Gründer, die für den zu verhandelnden Einstieg von Investoren einen belastbaren Unternehmenswert benötigen. Wir wechseln dann die Rolle und beleuchten, wie dasselbe Unternehmen durch die Brille der Investoren bewertet wird. Beide Sichtweisen führen zu subjektiven Unternehmenswerten, also Werten, welche die individuellen Präferenzen der Bewertungssubjekte berücksichtigen.

Diese naturgemäss parteiischen Werte sind dann untauglich, wenn es um die Konfliktlösung geht. Hier ist eine objektivierende Bewertung erforderlich. Auch dazu machen wir – am Beispiel einer Abfindungsklausel im Aktionärsbindungsvertrag (ABV) – einen Vorschlag.

Unser Anspruch ist es nicht, das gesamte Universum der Bewertungsmethoden für junge Unternehmen darzustellen und zu würdigen. Unser Ziel ist, drei mögliche Methoden praxisnah darzustellen.

2. Abgrenzungen und Ausgangslage

Wir werden unsere Ausführungen mit einem praktischen Beispiel illustrieren und daher die Ausgangslage zu Beginn beschreiben. Da die Bewertung junger Unternehmen ein weites Feld sein kann, grenzen wir unser Anliegen zunächst ab.

1. Wir bewerten ein vollständig skalierbares Geschäftsmodell. Dies zeichnet sich dadurch aus, dass es nicht durch die Kapazitäten und Ressourcen des Unternehmens beschränkt ist, sondern nur durch den Markt bzw. den erreichbaren Marktanteil.
2. Wir bewerten das Unternehmen zu Beginn seiner Lebensphase, also in seiner «Early Stage». Hier ist das Unternehmen zwar rechtlich existent, sucht aber noch nach Investoren, generiert keine nennenswerten finanziellen Überschüsse und betreibt vorrangig Forschung und Entwicklung.
3. Spezielle Konstellationen wie etwa Mitarbeiterbeteiligungen usw. betrachten wir nicht explizit. Natürlich können unsere Überlegun-

gen auch in diesen Zusammenhängen eine Rolle spielen.

Bewertungsobjekt sei die vor einigen Monaten gegründete Snowflake AG. Aktuell sind alle Aktien in den Händen der drei Gründer. Die Gesellschaft entwickelt «FortnAI», ein durch künstliche Intelligenz verstärktes Online-Spiel. Wie sein sehr erfolgreiches Vorbild «Fortnite» soll auch «FortnAI» zunächst gratis vertrieben werden.

Und wie bei «Fortnite» werden auch bei «FortnAI» die Erlöse durch (1) Verkäufe von im Spiel nutzbaren Werkzeugen, (2) kostenpflichtigen Zugang zu ausgewählten (Online-)Events und (3) Partnerschaften mit Markenartiklern generiert werden. Die Gründer haben ihr Können bereits in anderen Projekten unter Beweis gestellt. Daher stehen überzeugte Investoren bereit, um das Unternehmen in einer ersten Finanzierungsrunde zu unterstützen.

3. Bewertung aus Sicht des aktuellen Aktionariats

3.1 Vorgehensweise

Aus Sicht der Gründer geht es um die Ermittlung eines sogenannten Entscheidungswerts, der ihre subjektiven Vorstellungen und Präferenzen berücksichtigt. Bindungen an gesetzliche oder vertragliche Vorgaben bestehen damit nicht. Die Bewertung und die Wahl der Bewertungsmethode können also frei und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Zweckmässigkeit erfolgen.

Die Snowflake AG ist ein Unternehmen ohne Vergangenheit und mit ungewisser Zukunft. Bereits dies lässt an einem herkömmlichen DCF-Verfahren zweifeln.¹ Dazu kommt, dass die Gründer an ein voll skalierbares Geschäftsmodell glauben. Sie verweisen auf ihr Vorbild «Fortnite», das nur mit einer neuen Version an einem einzelnen Tag rund 44,7 Millionen neue Spieler gewann.

Allerdings erwarten potenzielle Investoren Zahlen, die in ihre Denk- und Entscheidungskategorien passen. Im Kern geht es dabei immer um die Rendite des Investments. Da die Zahlen aber keinen Halt in der Vergangenheit haben, ist es wichtig, diese Zahlen bzw. die Werttreiber aus der Story – oder neudeutsch dem «Narrativ» – des Unternehmens abzuleiten.² Dies umso mehr, als heuristische

Bewertungsmethoden (also das Erfahrungswissen und «Bauchgefühl») bei Venture Capital Investments die grösste Rolle spielen.³ In die Richtung einer solchermassen angepassten DCF-Methode gehen auch Empfehlungen der Praxis.⁴

Im Fall eines skalierbaren Geschäftsmodells kann eine zahlenbasierte Bewertung «top-down» erfolgen, und zwar über Annahmen zu den folgenden Sachverhalten:⁵

1. Schätzung des Marktpotenzials für das angebotene Produkt
2. Schätzung des Marktanteils des zu bewertenden Unternehmens
3. Annahmen zu den erzielbaren Margen bzw. den operativen Aufwendungen
4. Berücksichtigung allfälliger Steuereffekte (Verlustvorträge)
5. Annahmen zu den für das Wachstum notwendigen Investitionen

Im folgenden Abschnitt entwickeln wir ein solches Modell Schritt für Schritt.

Dabei gilt die Regel, dass die Detailtreue abnimmt, wenn die Unsicherheit zunimmt. Es ergibt also wenig Sinn, sich über die Höhe der Personalkosten im Jahr 2028 Gedanken zu machen, wenn schon die Erlöse nur ansatzweise geschätzt werden können.

Umso wichtiger ist es, die Konsistenz der Bewertung am Ende zu prüfen, was üblicherweise durch einen Abgleich der für das Bewertungsobjekt erwarteten mit den in der relevanten Industrie beobachtbaren Renditen erfolgt.

3.2 Beispiel

Der Ausgangspunkt für die Einschätzung des Marktpotenzials sind einschlägige Marktprognosen. Diese sind im Internet in unterschiedlichen Qualitäten, zeitlichen Horizonten und Preisklassen zu finden. Für unsere Zwecke greifen wir auf www.statista.com zurück, wo bereits im kostenfreien Bereich nützliche Informationen geboten werden. Danach wird für 2024 von einem Umsatz im europäischen Videospielemarkt von etwa 33 Mrd. Euro ausgegangen. Bis 2027 wird erwartet, dass das Marktvolumen auf 44 Mrd. Euro steigt, was einem jährlichen Wachstum von knapp 10 Prozent entspricht.⁶

Angesichts des bisherigen Leistungsausweises der Gründer trauen sich diese zu, in zehn Jahren

einen Marktanteil von 1 Prozent zu erreichen. Um nun aus den angenommenen Umsätzen auf die angenommenen Aufwendungen bzw. Margen und Renditen schliessen zu können, ziehen wir die veröffentlichten aktuellen Zahlen ausgewählter Marktteilnehmer (börsenkotierte Vergleichsunternehmen aus der gleichen Branche, Peer Group) heran. Auch diese sind ohne Weiteres aus den öffentlich zugänglichen Quellen erhältlich, bspw. aus finance.yahoo.com. Diese Zusammenstellung dient mehr der Illustration unseres Beispiels und würde in der Praxis wohl zwischen 15 und 25 Unternehmen umfassen (vgl. Abbildung 1). Natürlich wird die Snowflake AG diese Renditen erst nach einiger Zeit erreichen können. Die Gründer gehen davon aus, dass nach etwa vier Jahren mit positiven Ergebnissen zu rechnen ist, bis sich die EBIT-Marge nach zehn Jahren in etwa auf dem branchenüblichen Niveau (jedoch aus heutiger Sicht) stabilisiert (vgl. Abbildung 2, Teil 1).

Die in den ersten Jahren erwirtschafteten Verluste führen zu einem steuerlichen Verlustvortrag, der in der Phase einer späteren Überschussgenerierung verwendet werden kann.

Der Wert eines steuerlichen Verlustvortrags kann grundsätzlich als nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert erfasst werden. Sein Wert entspricht dann dem mit den Kapitalkosten abgezinsten Betrag der erwarteten Steuerersparnis. Alternativ kann die ersparte Steuer auch bei der Berechnung der finanziellen Überschüsse im Wert des operativen Geschäfts erfasst werden. Im vorliegenden Fall entscheiden wir uns aus Darstellungsgründen für die letztere Variante (vgl. Abbildung 2, Teil 2).

Bis anhin haben wir uns auf der Ebene von buchhalterischen Gewinnen und Verlusten bewegt. Da Wachstum aber mit Geld finanziert werden muss, wenden wir uns im nächsten Schritt den dafür notwendigen Investitionen zu. Auch dazu liefern die Zahlen der Wettbewerber gute Anhaltspunkte. Über deren Verhältnis von investiertem Kapital zu Umsatz lässt sich berechnen, mit welchen Investitionen das geplante Wachstum verbunden ist (vgl. Abbildung 2, Teil 3).

Das sieht nicht nur nach einer groben Schätzung aus, sondern ist es sicher auch. Allerdings wird die Qualität einer solchen Prognose wohl nicht signifikant besser, wenn man sich in feinsten Granulierung Gedanken zu Investitionen in

Abbildung 1: Margen und Renditen von ausgewählten Vergleichsunternehmen (Peer Group)

Vergleichsunternehmung	Umsatz (in Mio.)	EBIT (in Mio.)	EBIT-Marge	NOPAT (in Mio.)	Invested Capital (in Mio.)	ROIC	Invested Capital in % vom Umsatz	EBIT-Multiple
Alphabet Inc.	USD 307,39	USD 86,03	27,99%	USD 74,06	USD 295,25	29,14%	96,05%	21,74
Apple Inc.	USD 383,29	USD 117,67	30,70%	USD 100,35	USD 173,23	67,92%	45,20%	22,10
Microsoft Corporation	USD 211,92	USD 91,28	43,07%	USD 73,96	USD 253,46	36,01%	119,60%	32,76
Sony Group Corporation	JPY 11 539,84	JPY 1 206,71	10,46%	JPY 964,73	JPY 11 100,28	10,87%	96,19%	10,03
Tencent Holdings Limited	CNY 609,02	CNY 173,21	28,44%	CNY 126,74	CNY 1 157,21	14,97%	190,01%	17,38
Median			28,44%			29,14%	96,19%	21,74

das immaterielle Vermögen, die Sachanlagen oder das Nettoumlaufvermögen macht.

Auch die Plausibilität der Annahmen und Berechnungen sollte dann im grösseren Massstab geprüft werden, bspw. durch einen Kontrollgriff auf die sich einstellende Rendite des eingesetzten Kapitals (den Return on Invested Capital, ROIC). Als Benchmark dienen auch hier die in der Branche erzielten Kapitalrenditen (vgl. Abbildung 2, Teil 4).

Aus den entwickelten und auf Plausibilität geprüften finanziellen Überschüssen können nun die Free Cashflows mit risikoadäquaten Kapitalkosten abgezinst und daraus der Unternehmens- bzw. Anteilswert abgeleitet werden (vgl. Abbildung 2, Teil 5).

3.3 Beurteilung

Fängt die Beurteilung des Unternehmens bei den nackten Zahlen an, ist dies recht ernüchternd: Wir sehen ein Unternehmen, das nach vier Jahren EBIT-positiv ist und nach zehn Jahren positive Free Cashflows generiert. Der aktuelle Wert des Unternehmens wird ausschliesslich im Restwert generiert, was ein für Start-ups nicht untypisches Merkmal ist.

Die Kapitalkosten haben wir mit 19 Prozent angenommen, was für ein KMU recht hoch und für ein Start-up noch recht niedrig geschätzt sein mag. Dies hat einen tatsächlichen und einen didaktischen Grund: Tatsächlich kann man mit hohen Kapitalkosten jedes Geschäftsmodell «totrechnen». Bei den unterstellten Zahlen wird der Unternehmenswert ab etwa 28 Prozent Kapitalkosten negativ und jede weitere Diskussion erübrigt sich. Es wird also darum gehen, die Risiken «über dem Strich», also in den finanziellen Überschüssen, abzubilden und dies auch plausibel zu begründen. Dies – und das ist nun der didaktische Grund – unterstellen wir, damit wir auch unsere Geschichte weiter erzählen können.

Es ist auch zu bedenken, dass die Zahlen nicht die Werttreiber des Geschäftsmodells sind, sondern nur dessen Ergebnis. Umso wichtiger ist es, diese beiden miteinander zu verknüpfen. Das zugehörige und hier stark verkürzte Narrativ könnte bspw. folgendermassen lauten:

Die Snowflake AG tritt in den stark wachsenden Markt des Online-Video-Gamings ein. Mit seiner unter Beweis gestellten Innovationskraft wird sein Marktanteil über die kommenden zehn Jahre auf 1 Prozent wachsen. Nach Markteintritt wird die Gewinnschwelle (auf Basis EBIT) nach vier Jahren erreicht. Mit jedem Jahr seiner Existenz reduziert sich das operative Risiko des Unternehmens. Es dürfte damit auch möglich sein, nach Abschluss der ersten Wachstumsphase Fremdkapital aufzunehmen oder weitere Investoren zu gewinnen.

Ein weiterer Blick auf die Zahlen zeigt, dass das Unternehmen in den ersten vier Jahren gut 26 Mio. Franken an zusätzlicher Liquidität

benötigt (Summe der Free Cashflows der ersten vier Jahre). Das gibt nun auch den Mindestbetrag an, der von den externen Investoren benötigt wird. Damit wechseln wir im nächsten Schritt die Perspektive.

4. Bewertung aus Sicht der Investoren

4.1 Vorgehensweise

Die Investoren und die Gründer des jungen Unternehmens mögen im selben Boot sitzen, allerdings auf unterschiedlichen Decks und mit unterschiedlichen Reiserouten. Während die Gründer idealtypisch einen grossen Teil ihres Vermögens langfristig in ihrem Unternehmen binden, ist das Investment aus Sicht einer Venture-Capital-(VC-)Firma (1) eines unter vielen und (2) nur auf Zeit angelegt. Ihr Ziel ist der «Exit», also ein Verkauf der Beteiligung nach fünf bis maximal zehn Jahren. Dabei wird klassischerweise mit einer Minderheitsbeteiligung begonnen, die dann je nach Lage und Entwicklung ausgebaut werden kann.

Erfahrungsgemäss enden zwischen 30 und 50 Prozent von VC-Investments mit einem Totalverlust.⁷ Ein gutes Ende nehmen etwa 5 bis 10 Prozent in Form eines Börsengangs oder eines «Trade Sale» (40 bis 60 Prozent). Daher sind die Renditeerwartungen an das einzelne Investment – verglichen mit den Standard-Kapitalkosten – vergleichsweise hoch und liegen bei etwa 30 bis 40 Prozent.

Betrachtet man die von VC-Investoren verwendeten Bewertungsmethoden, so scheint die sogenannte Venture-Capital-(VC-)Methode die verbreitetste zu sein.⁸ Diese überführt die Logik der Investition in ein Rechenmodell, indem vom erwarteten Ausstiegspreis auf den heutigen Wert des Unternehmens geschlossen wird. Die VC-Methode beruht damit auch auf Cashflows, diskontiert aber den inskünftig erwarteten Exit-Preis und nicht die planmässigen Rückflüsse über die Dividenden.⁹

4.2 Beispiel

Ausgangspunkt sind Überlegungen zum Wert des Unternehmens im Zeitpunkt des Exits der VC-Investoren. Um an die oben dargestellten Überlegungen und Zahlen der Gründer anzuschliessen, nehmen wir einen Investitionszeitraum von zehn Jahren an. Der Unternehmenswert im Jahr 10 ergibt sich dann aus der Verwendung (heute) beobachtbarer Multiplikatoren auf die für diesen Zeitpunkt geschätzten Schlüsselkennzahlen (KPI). Üblicherweise sind dies Umsatz, EBITDA oder EBIT. Die Faktoren für deren Vielfältigkeit stammen von vergleichbaren Unternehmen, vereinfachend, der oben aufgeführten Peer Group. Die Renditeerwartung

der Investoren wird angesichts des Geschäftsmodells (und auch um didaktisch eine Passung mit dem oben dargestellten Modell zu erhalten) als vergleichsweise hoch, mit 45 Prozent, angenommen (vgl. Abbildung 3).

Legt man diese Beträge zugrunde, ergibt sich für die Snowflake AG ein erwarteter Unternehmenswert in zehn Jahren von rund 5 Mrd. Franken. Dieser Wert erscheint ungeheuerlich, muss aber im Zusammenhang mit den hinter den Rechenmodellen liegenden Wahrscheinlichkeiten gesehen werden. Im Grunde nehmen die Investoren an, dass die Wahrscheinlichkeit dieses Werts bei unter 5 Prozent liegt, d.h., dass mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent Werte darunter oder ein Totalausfall eintreten werden.

Der erhoffte Betrag repräsentiert den erwarteten Exit-Preis für den Verkauf aller Anteile. Auf den heutigen Tag mit einer Renditeerwartung von 45 Prozent (welche die geschilderte Unsicherheit berücksichtigt) abgezinst, ergibt sich ein Unternehmenswert von rund 124 Mio. Franken nach Investition (Post-Money) bzw. 99 Mio. Franken vor Investition (Pre-Money).

Nimmt man nun an, dass die Investoren bereit sind, maximal 25 Mio. Franken zu investieren, würden sie für diesen Betrag rund 20 Prozent des Unternehmens erhalten.

4.3 Beurteilung

Die aus Sicht der Investoren berechneten Zahlen fügen sich gut in die seitens der Gründer ermittelten Werte ein. Das ist auch der eigentliche Zweck der Übung. Es geht hier weniger um eine Bewertung im eigentlichen Sinne, sondern darum, eine Basis für Verhandlungen zu schaffen. Dazu dienen ein gemeinsames Verständnis für das Geschäftsmodell, das dafür benötigte Kapital und die Renditeerwartungen. Die von den VC-Investoren übernommene Beteiligung – bzw. das ihnen von den Gründern eingeräumte Miteigentum – muss konsistent zu den Bedürfnissen beider Gruppen sein. In diesem Sinne ist der Vorteil der VC-Methode ihre vereinfachende Kombination von Multiplikator- und DCF-Bewertung.¹⁰

Die oben dargestellte Berechnung führt zu einem Wert, der auch die Finanzierungslücke des Unternehmens über die nächsten Jahre decken kann. Planmässig sind jedoch spätestens im Jahr 5 neue Finanzmittel erforderlich. Damit müssen auch neue Eigen- oder Fremdmittel eingeworben werden. Die damit möglicherweise verbundenen Verwässerungseffekte sind bei der ersten Finanzierungsrunde mitzuberücksichtigen.¹¹ Ergänzend werden sich die Investoren der ersten Stunde auch weitere Präferenzen (Liquidationspräferenzen, Zustimmung- und Stimmrechte) einräumen lassen.

5. Objektivierende Bewertung

5.1 Vorgehensweise

In den oben dargestellten Situationen ist eine Bewertung streng genommen nicht erforderlich. Notwendig ist nur die Einigkeit über den Preis. Besteht diese nicht, kommt es zu keinem Abschluss. Durch die Variation von Kapitalkosten, Renditeerwartungen und Margen im Rechenmodell lässt sich leicht zeigen, ab wann man sich nicht mehr einigen wird.

In anderen Fällen ist eine Bewertung hingegen die Voraussetzung für die Konfliktlösung. Bei einer Scheidung, Erbstreitigkeiten oder Auseinandersetzungen im Aktionärskreis besteht häufig Uneinigkeit über den Unternehmenswert, die aber gelöst werden muss, um den Streit auch insgesamt beilegen zu können.

Auch hier ist also eine Bewertung erforderlich, allerdings eine objektivierende.¹² Dabei handelt es sich um keine eigene Wertkategorie, sondern eine dem Bewertungszweck – hier ein fairer Interessenausgleich – entsprechende Wertermittlung. Da auch diese auf Annahmen beruht, ist auch ein solcher Wert im Grunde

subjektiv, aber intersubjektiv nachprüfbar – eben objektivierend – berechnet.¹³ Dazu müssen Informationen ermessensfrei oder mindestens ermessensbeschränkt gewonnen und verwertet werden.¹⁴ Wie dies konkret geschehen kann, haben wir an anderer Stelle in dieser Publikation ausgeführt.

Traditionell vertritt auch das Bundesgericht einen Methodenpluralismus.¹⁵ Anerkannt ist zunächst jede Bewertungsmethode, die «nachvollziehbar, plausibel und anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im konkreten Einzelfall Rechnung trägt»¹⁶. Vielfalt bedeutet jedoch nicht Beliebigkeit. Bei «schwierigen Verhältnissen ... ist diejenige Bewertungsmethode anzuwenden, die konkret als am ehesten sachgerecht erscheint»¹⁷. Die Grenze wird dort gezogen, wo Bewertungen «grundlos von in der Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen abweichen»¹⁸.

Nimmt man die Bewertung für steuerliche Zwecke als typisches Beispiel für eine objektivierende Bewertung junger Unternehmen, so zei-

gen Rechtsprechung, Literatur und Praxis ein recht einheitliches Bild:

- Für Zwecke der Vermögenssteuer werden die Anteile junger Unternehmen, also «Kapitalgesellschaften mit einem innovativen ... und skalierbaren Geschäftsmodell (mit dem Substanzwert bewertet. ... Vorbehalten bleiben Fälle, in welchen das Abstellen auf den Substanzwert aufgrund besonderer Umstände zu einem widersprüchlichen Ergebnis führen würde»¹⁹.
- Bei den persönlichen Steuern werden Mitarbeiterbeteiligungen an jungen Unternehmen ebenfalls entsprechend dem Kreisschreiben 28 (KS 28) und damit nach dem Substanzwert bewertet.²⁰ Der dort ebenfalls erwähnte «Formelwert» hat erfahrungsgemäss nur geringe Bedeutung, da die Steuerverwaltung abweichenden Bewertungsmethoden regelmässig ihre Anerkennung versagt und damit ein Ruling verunmöglicht.
- Auch das Bundesgericht hat in einem jüngeren Urteil zu den Gewinnsteuern bei einem neu gegründeten Dienstleistungsunternehmen auf den Substanzwert abgestellt.²¹

Abbildung 2: DCF-Methode

Teil 1											
	Jahre										Restwert
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Markt (Europa)	33 000	36 300	39 930	43 923	48 315	53 147	58 462	64 308	70 738	77 812	
Marktanteil	0,01%	0,02%	0,03%	0,06%	0,10%	0,19%	0,34%	0,61%	1,00%	1,00%	
Umsatz	3,30	6,53	12,94	25,62	50,72	100,42	198,84	393,70	707,38	778,12	793,69
EBIT-Marge	-20,00%	-10,00%	-5,00%	1,00%	3,00%	9,00%	14,00%	22,00%	25,00%	30,00%	30,00%
EBIT	-0,66	-0,65	-0,65	0,26	1,52	9,04	27,84	86,61	176,85	233,44	238,11
Teil 2											
Gewinn-/Verlustvortrag (kumuliert)	-0,66	-1,31	-1,96	-1,70	-0,18	8,86	36,69	123,31	300,15	533,59	771,70
Steuern (15%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,36	-4,18	-12,99	-26,53	-35,02	-35,72
NOPAT	-0,66	-0,65	-0,65	0,26	1,52	7,68	23,66	73,62	150,32	198,42	202,39
Teil 3											
Umsatzveränderung	3,30	3,23	6,40	12,68	25,10	49,71	98,42	194,86	313,68	70,74	15,56
Zusätzliches Invested Capital (95% vom Umsatz)	3,14	3,07	6,08	12,04	23,85	47,22	93,50	185,12	298,00	67,20	14,78
Invested Capital (kumuliert)	3,14	6,21	12,29	24,34	48,18	95,40	188,90	374,02	672,02	739,22	754,00
Teil 4											
ROIC (NOPAT / Invested Capital)	-21,05%	-10,53%	-5,26%	1,05%	3,16%	8,05%	12,53%	19,68%	22,37%	26,84%	26,84%
Teil 5											
Free Cashflow	-3,80	-3,73	-6,73	-11,79	-22,33	-39,54	-69,83	-111,50	-147,68	131,22	187,61
Barwertfaktor (Kapitalkosten = 19%)	0,840	0,706	0,593	0,499	0,419	0,352	0,296	0,249	0,209	0,176	
Barwert Free Cashflow	-3,19	-2,63	-3,99	-5,88	-9,36	-13,92	-20,66	-27,73	-30,86	23,04	
Restwert Ende Jahr 10 (Wachstum = 2%)											1 103,56
Wertbeitrag Detailperiode	-95,18										
Wertbeitrag Restwert	193,79										
Unternehmenswert (Entity Value)	98,61										

Abbildung 3: Venture-Capital-(VC-)Methode

Venture-Capital-Methode	
EBIT – Multiple Peer Group (Median)	21,74
Erwarteter EBIT in 10 Jahren	233,44
Unternehmenswert in 10 Jahren (Exit)	5074,42
Angenommene Renditeerwartung Venture Capitalist	45,00%
Barwertfaktor	0,024
Post-Money-Unternehmenswert	123,51
Investition Venture Capitalist	25,00
Pre-Money-Unternehmenswert	98,51
Anteil Venture Capitalist	20,24%

- In der Literatur wird die Eignung zukunftsorientierter Verfahren zur objektivierenden Bewertung junger Unternehmen mehrheitlich bezweifelt.²² In diesem Zusammenhang wird der Substanzwert zumindest als valable Alternative diskutiert.²³

Dabei ist der Begriff des Substanzwerts zunächst einzuordnen:²⁴

Selbstverständlich gilt, dass die Substanz eines Unternehmens wertrelevant ist. Was bereits vorhanden ist, muss nicht beschafft werden und spart Investoren Geld. Im Sinne dieser ersparten Ausgaben ist die Substanz integraler Bestandteil eines jeden zukunftsorientierten Bewertungsverfahrens, also auch bei der als Best Practice geltenden DCF-Methode.²⁵

In Mischverfahren aus Ertrags- und Substanzwert (Praktikerverfahren) geht die Substanz als gesondert berechnetes Element in die Wertberechnung ein. Dies lässt sich bewertungstheoretisch zwar auch als Modell zum Abschmelzen von Übergewinnen deuten.²⁶ Die Wahrnehmung in der Praxis ist allerdings häufig eine andere, sie sieht den Substanzwert als «Sicherheitsfaktor ... (und) eine Art Sicherheitsnetz»²⁷ an.

Aus Sicht eines potenziellen Käufers – und dies ist die Optik, die bei der Berechnung eines Verkehrswerts einzunehmen ist – ist der Substanzwert allenfalls als Rekonstruktionswert relevant. Dieser beantwortet die Frage, wie viel es kosten würde, das fragliche Unternehmen «auf der grünen Wiese» nachzubauen. Auch für den Verkäufer bildet der Substanzwert diese Nachbaugefahr ab. Allerdings wäre dann auf Wiederbeschaffungs- oder Rekonstruktionswerte abzustellen und der Ansatz latenter Steuern müsste unterbleiben. Da es sich um eine summarische Einzelbewertung handelt, bleiben Kombinationseffekte und der Goodwill aussen vor. Dass die Substanz im KS 28 aus der um stille Reserven und latente Steuern angepassten Handelsbilanz abgeleitet wird, ist eine unzutreffende, bei Massenverfahren aber wohl zu akzeptierende Vereinfachung. Was diese Aspekte mit der praktischen Arbeit zu tun haben, zeigen wir am folgenden Beispiel.

5.2 Beispiel

Nehmen wir für unseren Fall der Snowflake AG an, dass die Verhandlungen mit den Investoren scheitern. Die Gründer müssen die Expansionspläne zurückstellen und die Finanzierung zwischenzeitlich mit Aktionärsdarlehen sicherstellen. Einer der drei Gründer möchte sich vollständig vom Engagement lösen und seine Aktien verkaufen. Einen Interessenten hat er an der Hand. Der ABV sieht für diese Zwecke Folgendes vor:

→ **Vorhand- bzw. Vorkaufsrecht**

5.1 Die Parteien räumen sich gegenseitig ein Vorhand- bzw. Vorkaufsrecht an sämtlichen Aktien der Gesellschaft ein, die ihnen heute gehören oder in Zukunft gehören werden.

5.2 Vorkaufspreis soll der tiefere der folgenden Werte sein:

- innerer Wert der Aktien bzw.
- der Angebotspreis eines Dritten.

Der innere Wert der Aktien wird nach einer allgemein anerkannten Methode unter angemessener Berücksichtigung sämtlicher in Betracht fallenden Faktoren (Substanzwert, Ertragswert, Ertragsaussichten, Konkurrenzverhältnisse usw.) ermittelt. Die Parteien legen den inneren Wert der Aktien mindestens einmal pro Jahr nach Vorliegen der Jahresrechnung fest.

Während in der Startphase die Zukunft zwar ungewiss, aber das Geschäftsmodell klar war, ist in der aktuellen Situation auch dieses noch unbekannt. Auch als ausgewiesene Befürworter zukunftsorientierter Verfahren raten wir in diesem Fall – in Übereinstimmung mit der oben zitierten Meinungslage – von einem solchen Unterfangen ab und orientieren uns am Substanzwert.

Nimmt man eine Berechnung des Substanzwerts gemäss KS 28 vor, so gilt zunächst die Massgeblichkeit der Bilanz. Nehmen wir dazu vereinfachend an, dass (1) keine nennenswerten Sachanlagen vorhanden sind, (2) keine Ent-

wicklungsausgaben bilanziert wurden und (3) für die zur Finanzierung notwendigen Aktionärsdarlehen auch Rangrücktritte vorliegen. Auf den Abdruck einer Bilanz verzichten wir daher.

Zu den gerade bei jungen Unternehmen besonders relevanten immateriellen Werten wird im KS 28 lediglich ausgeführt, dass «besondere Fabrikationsverfahren, Lizenzen, Marken, Patente, Rezepte, Urheberrechte, Verlagsrechte usw. ... höchstens zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten unter Abzug der notwendigen Abschreibungen zu berücksichtigen sind. Dabei ist in erster Linie der Nutzwert massgebend»²⁸.

Legt man diese Betrachtung zugrunde, ist der Substanzwert schnell berechnet, denn er entspricht dem negativen Eigenkapital und beträgt damit 0 Franken. Dies mag aus Sicht der Steuerpflichtigen ein akzeptables Ergebnis sein, ist für andere Zwecke einer objektivierenden Bewertung (güter- und erbrechtliche Streitigkeiten, Abfindung oder Schadenersatz usw.) u.E. jedoch nicht sachgerecht.

Der eigentliche Bewertungszweck, nämlich mit dem Substanzwert den «inneren Wert» und damit den Verkehrswert des Unternehmens – repräsentiert durch die Summe der Verkehrswerte seiner Vermögenswerte und Schulden – zu ermitteln,²⁹ wird damit nicht erreicht.³⁰

Richtigerweise sollte bei der Substanzwertermittlung nicht auf die Buchwerte der Vermögenswerte und Schulden abgestellt werden, sondern auch hier auf deren Verkehrswerte bzw. deren Marktwerte i.S. ihrer potenziellen Marktpreise.³¹

Dies ist bei Vermögenswerten mit beobachtbaren Marktpreisen wie etwa Liegenschaften oder anderen langlebigen Sachanlagen problemlos möglich. Diese werden jedoch bei jungen Unternehmen kaum zu finden sein. Praktisch bedeutsamer sind dort die selbst erstellten immateriellen Vermögenswerte, die von patentierten oder nicht patentierten Produktionsprozessen über Codes bis hin zu Kundendaten reichen können.

Dass für solche – allgemein auch als «Daten» bezeichneten – Vermögenswerte keine Marktpreise vorliegen, entspricht der allgemeinen Wahrnehmung und (noch) der Realität. Dies mag sich ändern. So hat China «Daten» bereits 2021 als fünften Produktionsfaktor qualifiziert und u.a. mit der Etablierung der Shanghai Data Exchange einen offiziellen Handelsplatz dafür geschaffen (www.chinadep.com). Aktuell sind dort rund 300 digitale Vermögenswerte, von Wetterdaten über Bewerbungsprofile bis hin zu Musterdaten für autonomes Fahren, verfügbar. Bis 2025 soll deren Zahl auf über 5000 steigen. Ob dies gelingt, wird sich weisen. Aktuell zeigt sich, dass es vor allem regierungsnahen Unternehmen sind, die ihre Daten dort anbieten. Private Unternehmen fürchten, mit dem Handel

datenschutzrechtliche Vorschriften zu verletzen, und weichen auf den grauen oder schwarzen Markt aus.³²

Liegen keine Marktwerte vor und versteht man – wie hier – den Substanzwert als Rekonstruktionswert, bleiben aus Sicht eines Dritten deren Herstellungskosten als möglicher Schätzer für die (marktüblichen) Rekonstruktionskosten. Dabei können u.E. auch kalkulatorische Aufwendungen berücksichtigt werden, soweit diese nicht verbuchte, aber marktseitig erforderliche Ausgaben abdecken (etwa einen Unternehmerlohn bei einer nicht marktgerechten Vergütung).³³ Insofern kann man bei dem so gefundenen Wertansatz auch von «Marktkosten» sprechen (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Marktwert, Herstellungskosten und Marktkosten



Auch bei deren Ermittlung bildet die Bilanz bzw. die Erfolgsrechnung den Ausgangspunkt. Allerdings wird beim immateriellen Vermögen nicht auf die buchhalterische Behandlung abgestellt, sondern auf die dafür tatsächlich angefallenen Aufwendungen (die sich im Grunde in den aufgelaufenen Verlusten auf der Passivseite materialisieren). Damit der Zweck einer objektivierenden Bewertung erfüllt wird, sind u.E. drei Voraussetzungen zu erfüllen:

1. Zurechenbarkeit: Die Aufwendungen müssen konkreten Vermögenswerten zugeordnet werden können.
2. Wertrelevanz: Diese Vermögenswerte müssen einen Wertbeitrag liefern, entweder zum bestehenden Geschäftsmodell oder zum Geschäftsmodell eines fremden Dritten.
3. Einzelveräusserbarkeit: Konzeptionell entspricht der Substanzwert dem Verkehrswert der einzelnen Vermögenswerte und Schulden, daher müssen die fraglichen Bewertungsobjekte auch veräusserbar sein.

Die für eine objektivierende Unternehmensbewertung zu erfüllenden Voraussetzungen ähneln damit den allgemeinen Ansatzvorschriften für Vermögenswerte und den speziellen Anforderungen an Sacheinlagen (Art. 634 Abs. 1 OR). Weiter integrieren sie Elemente akzeptierter Bewertungsmethoden für «Daten».³⁴

Das Kriterium der Zurechenbarkeit ist erforderlich, um Ausgaben für identifizierbare Vermögenswerte von Investitionen in den (per se nicht übertragbaren) Goodwill zu unterscheiden. Wichtig ist zu erkennen, dass hier nicht die Identifizierung des Vermögenswerts der erste Schritt ist, wie dies etwa

bei einer Kaufpreisallokation der Fall ist. Dort ist ja bereits ein Kaufpreis bzw. Unternehmenswert vorhanden, der lediglich auf die übernommenen Vermögenswerte verteilt werden muss.

Für die Prüfung der Wertrelevanz muss das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens verstanden werden. Diese Beurteilung hat notwendigerweise eine subjektive Komponente.

Umso entscheidender ist das Kriterium der Einzelveräusserbarkeit. Hier kommt es auf die tatsächliche und rechtliche Zulässigkeit einer Übertragung an, die theoretische Möglichkeit einer Trennung vom Unternehmensvermögen ist u.E. nicht ausreichend. Angesichts des immer strenger werdenden Schutzes persönlicher Daten wird dies einen grossen Teil der kunden- und nutzerbezogenen Daten aus der Substanzbewertung ausschliessen.

5.3 Beurteilung

Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass wir mit unserem Vorschlag den festen Boden des in der Schweizer Praxis verwurzelten «Substanzwerts zu Fortführungswerten» verlassen. Uns geht es um die objektivierende Ermittlung eines Rekonstruktionswerts: Was wären die marktüblichen Kosten für den Nachbau der Vermögenswerte (und Schulden) des Unternehmens? Konsequenterweise setzen wir keine latenten Steuern an, da diese bei einem Nachbau auch nicht anfallen würden.

Ein so ermittelter Substanzwert ist nur ein Teilreproduktionswert. «Teil», weil der aus dem Zusammenwirken der Vermögenswerte und Schulden resultierende Mehrwert aussen vorgehalten wird.

Neben der Zurechenbarkeit dient vor allem die Einzelveräusserbarkeit der Objektivierung. Dies beschränkt nicht nur den Ansatz kunden- und nutzerbezogener Daten, sondern auch den Ansatz steuerlicher Verlustvorträge. Diesen würde mangels Übertragbarkeit kein Dritter einen Wert zumessen.³⁵

Weiter ist darauf hinzuweisen, dass die Substanzwertermittlung nicht mit der Aktivseite endet. Der Substanzwert ist – wie das Eigenkapital – eine Saldogrösse und ermittelt sich aus dem Verkehrswert der Aktiven abzüglich des Verkehrswerts der Schulden. Der Verkehrswert nachrangiger Schulden liegt regelmässig unter dem bilanzierten Buchwert, was sich entsprechend werterhöhend auswirken wird.³⁶ ■

→ Zusammenfassung

Junge Unternehmen haben keine Vergangenheit und eine ungewisse Zukunft. Umso mehr ist ihr Wert in dem Sinne eine Ansichtssache, als er vom jeweiligen Blick auf die Zukunft

abhängt. Hier unterscheiden sich die Optiken von Gründern, Investoren und (unbeteiligten) Dritten. Je nach Sichtweise und Bewertungszweck bieten sich unterschiedliche Bewertungsverfahren an. Mit welcher Methode Gründer und Investoren nun arbeiten, spielt letztlich keine Rolle, da beide Parteien sich über den Preis einig werden müssen. Anders sieht es aus, wenn eine objektivierende Bewertung zu einem fairen Ausgleich der Interessen führen soll. Hier empfehlen wir eine Bewertung zum Substanzwert, der jedoch nicht auf Fortführungswerten, sondern auf Rekonstruktionswerten zu basieren hat.

→ Auf der Website des TREX (www.trex.ch) steht Ihnen beim Beitrag die Excel-Datei mit der Modellberechnung zur Discounted-Cashflow-(DCF-) und zur Venture-Capital-(VC-) Methode zum Download zur Verfügung.

¹ So auch die Einschätzung von weiten Teilen der Literatur, dazu die Übersicht bei Montani/Gervasio/Pulcini (2020): Startup Company Valuation, International Business Research, Vol. 13, No. 9, S. 31–45.

² Vgl. Damodaran (2018): The Dark Side of Valuation, S. 275f.

³ Vgl. PwC (2023): Venture capital market study 2023, S. 43.

⁴ Neben den bereits zitierten Autoren auch etwa Hayn (2023): Bewertung junger Unternehmen, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, S. 1151ff.; Castedello/Schönninger/Tschöpel (2020): Praxiswissen Unternehmensbewertung, S. 269f.

⁵ Vgl. Puca (2020): Early Stage Valuation, S. 148ff.; Damodaran (2018): The Dark Side of Valuation, S. 277ff. Bei nur eingeschränkt skalierbaren Geschäftsmodellen (also etwa einem neu eröffneten Restaurant, einer Autowerkstatt oder produzierenden Unternehmen) kann hingegen «bottom-up», also über die Erstellung einer üblichen Finanzplanung vorgegangen werden.

⁶ Siehe <https://de.statista.com/outlook/dmo/digitale-medien/videospiele/europa>.

⁷ Dazu und zu den folgenden Werten vgl. PwC (2023): Venture capital market study 2023, S. 34ff.

⁸ Vgl. PwC (2023): Venture capital market study 2023, S. 34ff. Zu weiteren Methoden zur Bewertung junger Unternehmen vgl. Puca (2020): Early Stage Valuation, S. 108.

⁹ Vgl. Puca (2020): Early Stage Valuation, S. 108.

¹⁰ Vgl. Castedello/Schönninger/Tschöpel (2020): Praxiswissen Unternehmensbewertung, S. 275.

¹¹ Zur rechnerischen Berücksichtigung vgl. bspw. Meitner/Prenzel/Kunitz (2023): Bewertung von Start-ups und innovativen Geschäftsideen, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, S. 1345ff.

¹² Vgl. EXPERTsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, Rz. 13.

¹³ Vgl. Jonas (2019): Berufsständische Bewertungspraxis, in: Fleischer/Hüttmann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 3, N 2.

¹⁴ Vgl. Moxter (1983): Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, S. 26.

¹⁵ Für Fusionsfälle sieht das Bundesgericht die Wahl der Bewertungsmethode als ausgehandelten Entscheid der Geschäftsleitung, der nur eingeschränkt gerichtlich überprüft werden kann (Bundesgericht vom 21.3.2012 – 4A_341/2011, E. 5.1.4). Bei der Bewertung von Mitarbeiterbeteiligungen wurden bspw. auch schematische Berechnungen anerkannt, die im konkreten Fall dem Zweck der Transparenz und Konfliktvermeidung dienen, auch wenn sie betriebswirtschaftlich zweifelhaft sein können (Obergericht Kanton Zürich vom 25.2.2015, E. III.6).

¹⁶ Bundesgericht vom 18.9.2013 – 2C_309/2013, 2C_310/2013, E. 2.3.1. Diese auch in der deutschen Rechtsprechung zu findende Tendenz wird dort auch als «Ver-

- tretbarkeitsdoktrin» bezeichnet, vgl. bspw. Knoll (2017): Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW, S. 1.
- ¹⁷ BGer 2C_692/2014, E.2.4.2.
- ¹⁸ BGer vom 3.4.2001 – 4C.363/2000.
- ¹⁹ Kommentar 2023 zur Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 32.
- ²⁰ Vgl. Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, Abschnitt 3.2.2.
- ²¹ Vgl. BGer vom 3.8.2023 (9C_261/2023).
- ²² Vgl. bspw. Bertl/Patloch-Kofler (2023): Bewertung von Start-ups – Grundsatzfragen und Methodenanalyse, RWZ 3/2023, S. 84f., m.w.N.
- ²³ Vgl. Hayn (2023): Bewertung junger Unternehmen, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 1141.
- ²⁴ Vgl. Hüttche/Schmid (2023): Update Unternehmensbewertung 2023, EXPERT FOCUS Oktober 2023, S. 556f.
- ²⁵ Vgl. Sieben/Maltry (2023): Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 853ff.
- ²⁶ Vgl. Moxter (1983): Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, S. 45f.
- ²⁷ Lanz/Bolfing (2005): Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, S. 62.
- ²⁸ SSK (2008): Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer – Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 26.
- ²⁹ Zur Übereinstimmung der Wertbegriffe «innerer Wert» und «Verkehrswert» vgl. Hüttche/Schmid (2023): Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 23.
- ³⁰ Natürlich werden damit die Synergieeffekte, die durch das Zusammenwirken dieser Elemente entstehen, nicht erfasst, aber das ist der methodische Nachteil der Substanzwertmethode gegenüber den Zukunftserfolgsverfahren.
- ³¹ Zur Definition des Verkehrswerts als Marktwert und potenzieller Marktpreis vgl. EXPERTsuisse (2022): Fachmitteilung Unternehmensbewertung, RN 15.
- ³² Vgl. Financial Times vom 27.12.2023, <https://www.ft.com/content/eab7c43a-e4a0-464b-a5d4-d71526dd2e8b>.
- ³³ Die Berücksichtigung kalkulatorischer Kosten – etwa von kalkulatorischen Abschreibungen – wird auch bei der Ermittlung der buchhalterischen Herstellungskosten nach OR für zulässig erachtet (vgl. HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, Teil III RN 222, S. 175).
- ³⁴ Zu weiteren Bewertungsmethoden etwa Fleckenstein/Obaidi/Tryfona (2023): A Review of Data Valuation Approaches and Building and Scoring a Data Valuation Model, Harvard Data Science Review, Issue 5.1, S. 7.
- ³⁵ Vgl. Creutzmann (2023): Theorie und Praxis des Net Asset Value bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften, in: Petersen/Zwirner/Zimny (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, RN 86, S. 472.
- ³⁶ Vgl. Hüttche (2021): Auswirkungen eines Forderungsverzichts auf den Unternehmenswert, EXPERT FOCUS April 2021, S. 124.