

UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2024

Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung

Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonomen/-innen und Juristen/-innen aufeinander. Dies sorgt für Dynamik in der Bewertungslehre, -praxis und der Rechtsprechung. Das «Update Unternehmensbewertung» berichtet jährlich über aktuelle Entwicklungen.

1. EINFÜHRUNG

Unternehmen und die Art ihrer Wertgenerierung unterliegen einem steten Wandel. Das gilt auch für ihre Bewertung (Wie hoch ist der Wert?), die Beurteilung (Wie fair ist der Wert?) und die Verteilung (Wem gehört der Wert?). Bewertungslehre, Bewertungspraxis und Rechtsprechung spiegeln diesen Wandel wider. Das Update Unternehmensbewertung stellt regelmässig aktuelle und für die Berufspraxis bedeutsame Entwicklungen dar.

In diesem Jahr gehen die Autoren auf die aktuelle Rechtsprechung zur Bewertung junger Unternehmen, die Anforderungen an ordnungsmässige Bewertungsgutachten sowie die besonderen Sorgfaltspflichten bei bewertungsbezogenen Prüfungshandlungen ein. Nebenbei hat sich das Bundesgericht auch zur Berücksichtigung latenter Steuern bei Unternehmensbewertungen geäussert. Weiter widmet sich der Beitrag der Bewertung von «Daten», einer Asset-Klasse, mit der sich die Bewertungslehre vermehrt befasst. Schliesslich wird ein Blick auf die aktuelle Bewertungspraxis in Form der Fairness Opinions geworfen.

2. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

2.1 Bewertung junger Unternehmen (BGer vom 3.8.2023 – 9C_261/2023). Junge Unternehmen oder Start-ups werden aus denselben Gründen bewertet wie etablierte Unternehmen, etwa anlässlich des Einstiegs von Investoren/-innen, des Ausscheidens von Eigentümern/-innen oder der Beteiligung von Mitarbeitenden. Junge Unternehmen haben aber

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.

Im vom Bundesgericht mit Urteil vom 3. August 2023 (9C_261/2023) entschiedenen Fall war der Steuerwert i. S. d. Verkehrswerts einer Beteiligung strittig. Verkürzt dargestellt brachte dabei ein Aktionär die von ihm neu gegründete Dienstleistungs-AG gegen Darlehensgewährung in eine andere seiner Gesellschaften ein. Einziger Kunde der Dienstleistungs-AG war wiederum ein Unternehmen seiner Gruppe. Die Anteile wurden mit einem DCF-Verfahren auf CHF 5 Mio. bewertet und das Darlehen anschliessend mit einer gegen den einbringenden Aktionär bestehenden Forderung verrechnet. Kurze Zeit später wurden die Anteile abgewertet und zurück auf die private Ebene des Investors transferiert. Die Abwertung der Beteiligung wurde mit negativen Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag begründet, u. a. einer Krise der finanzierenden Bank und dem beginnenden Ukrainekonflikt.

Das Steueramt und die Vorinstanzen erkannten die Bewertung mit der DCF-Methode nicht an, sondern setzten stattdessen als Verkehrswert den nach dem Kreisschreiben Nr. 28 (KS 28) ermittelten Substanzwert von rund TCHF 112



TOBIAS HÜTTICHE,
 PROF. DR. RER. POL., CVA,
 WIRTSCHAFTSPRÜFER,
 STEUERBERATER (D),
 INSTITUT FÜR FINANZ-
 MANAGEMENT
 HOCHSCHULE FÜR
 WIRTSCHAFT FHNW



FABIAN SCHMID,
 DR. RER. POL., CFA, CVA,
 GESCHÄFTSFÜHRER UND
 MITGRÜNDER WEVALUE,
 DOZENT HOCHSCHULE
 FÜR WIRTSCHAFT FHNW

an. Dieser Ansicht folgte auch das Bundesgericht. Es sei danach

«notorisch, dass ... Dienstleistungsverträge ... unter verbundenen Gesellschaften leicht angepasst werden können ... weshalb sie nicht unbeschadet einer Bewertung mittels der DCF-Methode zugrunde gelegt werden können» (E. 5.4).

Zwar sieht auch das Bundesgericht, dass bei der Bewertung «grundsätzlich eine Ex-ante-Perspektive» (also diejenige des Bewertungsstichtags) einzunehmen sei, nimmt die Krisen aber als weiteres Indiz für die bemängelte Unsicherheit.

Die Gestaltung der gesamten Transaktion weckt bereits Zweifel an der ökonomischen Sinnhaftigkeit des Vorhabens. Teilt man diese, so kann man auch die Schlussfolgerungen des Bundesgerichts nachvollziehen. Dennoch gilt, dass die Zukunft immer unsicher ist und dies nicht grundsätzlich gegen DCF-Verfahren, auch bei der Bewertung von Start-ups, spricht. Dass dabei nicht nach Lehrbuch vorgegangen werden kann, ist selbstverständlich. Die Autoren kommen auf das Thema im Rahmen ihrer Ausführungen zur Bewertung von Daten zurück.

Abschliessend noch ein Blick auf das vorinstanzliche Urteil des Verwaltungsgerichts Schwyz (Entscheid vom 14. März 2023 – II 2022 68). Dort hatte das Gericht noch über eine Rückabwicklungsklausel befunden, die von der übernehmenden Gesellschaft – obschon sich die wirtschaftlichen Verhältnisse des Kaufobjekts verschlechtert hatten – nicht ausgeübt wurde. Das Verwaltungsgericht hat diese Möglichkeit bei seinen Überlegungen zum Verkehrswert berücksichtigt. Danach «muss angenommen werden, ... dass unabhängige Dritte den Kaufvertrag ... rückabgewickelt oder zumindest den Kaufpreis bzw. Einigungswert angepasst hätten» (E. 3.3.4). Das Bundesgericht hat diese Überlegungen zu Recht nicht aufgegriffen. Denn der Verkehrswert ist das Ergebnis einer hypothetischen Verhandlung mit einem gedachten Käufer über den Wert des Unternehmens. Wie ein gedachter Käufer mit einem tatsächlichen oder womöglich auch nur gedachten Vertrag umgeht, was er dort regeln oder entscheiden würde, ist spekulativ und mit dem Charakter einer objektivierenden Bewertung nicht vereinbar.

2.2 Anforderungen an Gutachten (BGer vom 8.12.2023 – 5A_224/2023). Über den zugrunde liegenden Fall haben die Autoren bereits im vergangenen Jahr berichtet. Dort hatte das Obergericht Zürich mit Urteil vom 10. Februar 2023 (LC220025-o/U) u. a. über die Bewertung eines Unternehmens mit der Substanzwertmethode zu entscheiden. Der von der Vorinstanz beauftragte Gutachter hatte eine AG, deren einziger nennenswerter Vermögenswert eine Liegenschaft war, mit der «Substanzwertmethode zu Fortführungszwecken» (3.1.1.) bewertet. Dabei wurde der Verkehrswert der Liegenschaft auf Basis eines Ertrags- bzw. DCF-Verfahrens berechnet. Der Kläger wandte sich vorinstanzlich gegen dieses Verfahren, u. a. mit dem Einwand, dass im vorliegenden Fall zwei Werte zu bestimmen seien, «der Zukunftsertragswert und der Reproduktionswert (Substanzwert)» und die «Ertragswertberechnung der Liegenschaft

im Rahmen der Substanzwertberechnung ... die Unternehmensertragswertberechnung in keiner Weise» (3.1.2.1.) ersetzen würde.

Das Obergericht entschied anders: Da die Substanz (eben die Liegenschaft) mit einem Zukunftserfolgsverfahren bewertet wurde, ist

«mit der reinen Substanzwertmethode ... unter Berücksichtigung der Verkehrswertschätzung der Liegenschaft als massgeblicher Aktivposten der Ertragswert ausreichend berücksichtigt» (2.1.4.3.).

Eine Ansicht, der sicher zugestimmt werden kann. Der nun auch in zweiter Instanz unterlegende Kläger gelangte an das Bundesgericht mit dem Begehren

a) die Abfindungszahlung niedriger festzusetzen und
b) eventualiter ein Obergutachten über den Verkehrswert einzuholen. Letzteres wurde u. a. damit begründet, dass das vom Gutachter in der Vorinstanz erstellte Gutachten dem «Postulat der Vollständigkeit» nicht genüge. Das Bundesgericht hat mit Urteil vom 8. Dezember 2023 (5A_224/2023) die Beschwerde als offensichtlich unbegründet abgewiesen.

Mit Blick auf den eigentlichen Sachverhalt und die Entscheide der Vorinstanzen bringt das Urteil des Bundesgerichts nichts grundlegend Neues. Es gibt dem Gericht jedoch Anlass, auf die Anforderungen an Bewertungsgutachten einzugehen, die auch über den entschiedenen Fall hinaus von Bedeutung sind.

Zu den Anforderungen an ordnungsgemässe Gutachten nennt das Bundesgericht die folgenden Voraussetzungen (E. 2.3.1):

1. Nennung der Akten, welche der sachverständigen Person überlassen worden sind,
2. Kenntnisaufnahme der überlassenen Akten,
3. Beantwortung aller gestellten Fragen,
4. nachvollziehbare Begründungen, die eine Überprüfung durch das Gericht oder eine andere sachverständige Person erlauben,
5. basierend auf dem aktuellen Stand der Tatsachenkenntnis und Wissenschaft und
6. keine pauschalen Feststellungen und Bewertungen.

Damit konkretisiert das Bundesgericht die ältere Rechtsprechung, nach der Gerichte üblicherweise einer Expertise folgen sollen, welche

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

Weiter geht das Bundesgericht in einem Obiter Dictum auf eine praktisch bedeutsame Fragestellung ein, nämlich die Berücksichtigung latenter Steuern auf stille Reserven. Im konkreten Fall (also der Ermittlung des Substanzwerts) wurden die latenten Steuern auf den stillen Reserven mit dem halben Steuersatz gebildet. Diese Vorgehensweise wurde bereits vom Obergericht akzeptiert und auch für das Bundesgericht ist ausreichend, dass sich «der Gutachter auf eine im Falle der Fortführung des Unternehmens bestehende Pra-

xis ... (sowie) eine Literaturstelle» stützte (E. 2.1). Soweit erkennbar ist dies das erste Mal, dass sich das Bundesgericht mit dieser Praxis befasst und diese zumindest nicht infrage stellt.

Auch die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» von Expertsuisse hält dazu fest, dass

«latente Steuern auf den stillen Reserven und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen ... zu berücksichtigen (sind). Der Steuersatz hängt dabei vom Zeithorizont der geplanten Aufdeckung ... ab» (RN 52).

Bei der Ermittlung eines Substanz- oder Liquidationswerts entspricht dies der gängigen Praxis. Ob und inwieweit dies bei DCF-Modellen erfolgt, hängt davon ab, wie geplant wird [2]:

1. Ohne Bereinigung der Vergangenheit werden in der Planung die stillen Reserven fortgeschrieben und laufend realisiert bzw. neu gebildet. Hier müssen latente Steuern nicht gesondert berücksichtigt werden.
2. Werden stille Reserven bei der Bereinigung der Vergangenheit aufgedeckt, so unterstellt auch die darauf basierende Planung deren Realisierung. Die darauf entfallenden latenten Steuern sind je nach Horizont mit dem halben oder ganzen Steuersatz zu berechnen. Die entsprechend gebildete

Rückstellung wird dann in der Planungsrechnung bis zum Beginn des Restwertzeitraums aufgelöst bzw. in Anspruch genommen.

Ergänzend ist darauf hinzuweisen, dass die Berücksichtigung latenter Steuern auf stille Reserven eine Besonderheit der Schweizer Bewertungspraxis ist. In Deutschland wie in Österreich sind latente Steuern nur dann zu berücksichtigen, wenn die Realisierung stiller Reserven durch Verkauf oder Abgang der Vermögenswerte oder Schulden am Bilanzstichtag tatsächlich feststeht bzw. beschlossen ist. Insoweit ist die Anmerkung des Bundesgerichts auch als Bestätigung dieses Landesbrauchs zu sehen.

2.3 Anforderungen an eine Gründungsprüfung (BGer vom 14.11.2023 – 2C_76/2023). Mit Urteil vom 14. November 2023 (2C_76/2023) hatte das Bundesgericht über die Beschwerde eines Revisionsexperten zu entscheiden, dem von der Eidg. Revisionsaufsichtsbehörde (RAB) die Zulassung für drei Jahre entzogen wurde. Die RAB begründete ihre Entscheidung im Wesentlichen damit, dass der Betroffene bei fünf Aktiengesellschaften im Rahmen der Gründungsprüfung keine Prüfungsplanung erstellt habe. Zudem habe er die Sacheinlagen grob unsorgfältig geprüft.

Der dem bundesgerichtlichen und vorinstanzlichen Urteilen entnehmbare Sachverhalt liest sich wie ein Schelmenroman: U. a. wurden zwei Kunstgemälde mit ihren angeblichen Werten von rund EUR 100 Mio. bzw. EUR 60 Mio. gegen ein Aktienkapital von CHF 10 Mio. eingebracht. Die Werte wurden von einem als Kunstexperte figurierenden Treuhänder «bestätigt», der bequemerweise zugleich mit Einzelunterschrift in den Verwaltungsrat der Gesellschaft gewählt wurde. Auf die Expertise des Treuhänders kam es umso mehr an, als die Kunstgemälde vom Gründungsprüfer nicht in Augenschein genommen wurden bzw. nicht genommen werden konnten, da – wie in den Arbeitspapieren verzeichnet – ihr Standort teilweise «unbekannt» war.

Nun macht jeder von uns Fehler, wenn auch hoffentlich nicht in dieser Grössenordnung. Insofern soll der Fall nicht hämisch kommentiert werden, sondern man sollte sehen, was sich daraus lernen lässt.

Zunächst ist festzuhalten, dass eine Gründungsprüfung keine originäre Bewertungsaufgabe ist. Die Prüferin bzw. der Prüfer muss sich vielmehr von der Angemessenheit der durch die Gründer vorgenommenen Bewertung überzeugen [3]. Allerdings kann dies eine eigene Bewertung erforderlich machen. Soweit Gutachten Dritter erforderlich sind, «hat die Prüferin oder der Prüfer die Kompetenz, Fähigkeit und Objektivität des Sachverständigen zu beurteilen. Die sorgfältige Prüferin oder der sorgfältige Prüfer entwickelt vorgängig eine Art Leitfaden, der auf die konkrete Prüfungssituation ausgerichtet ist. Das Prüfprogramm hat insbesondere auf die Art, zeitliche Einteilung und den Umfang der geplanten Prüfungshandlungen zur Risikobeurteilung und die anderen geplanten Prüfungshandlungen Bezug zu nehmen, die durchgeführt werden müssen, damit die Prüfung den Standards entspricht» (E. 5.2.2).

Unabhängig davon, ob es sich um eigene Bewertungen oder diejenigen Dritter handelt, muss eine ausreichende Dokumentation der Arbeiten erstellt werden bzw. vorhanden sein: «Wurden bestimmte Revisionsarbeiten nicht dokumentiert, darf demnach aus diesem Umstand geschlossen werden, dass sie nicht durchgeführt wurden» (E. 4.2.2).

Insofern gibt das Urteil Hinweise für prospektive Gründungsprüferinnen und -prüfer, aber auch für die von ihnen beauftragten Sachverständigen.

3. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE

3.1 «Daten» als Bewertungsobjekt. «Daten» sind allgegenwärtig, auch in der Unternehmensbewertung. Nachdem Niedrigzinsphase, Inflation und gestiegene Unsicherheit in der Vergangenheit die Bewertungslehre beschäftigt haben, rücken nun «Daten» und deren Bewertung in den Fokus.

Weitgehend unbeachtet haben das chinesische Finanzministerium, die China Appraisal Society und die Shanghai Data Exchange im Jahr 2023 drei zentrale Dokumente zur Bilanzierung und Bewertung von Daten veröffentlicht [4]. Grössere Aufmerksamkeit hat hingegen das Perspektivpapier «Valuing Data» des International Valuation Standards Council (IVSC) vom Februar 2024 erregt [5]. Auch im Expert Focus hat man sich bereits mit Datenbilanzen und der

Rolle von Daten bei der Unternehmensbewertung befasst [6]. Grund genug, das Thema im Rahmen dieses Updates aufzugreifen und einzuordnen.

Zunächst zur Definition von Daten als Bewertungsobjekt. «Data are digitized information» [7], also digitalisiertes, zweckorientiertes Wissen [8]. Auch wenn Daten zum immateriellen Vermögen gehören, müssen sie für eine sachgerechte Bewertung von anderen immateriellen Vermögenswerten wie Technologien, Patenten oder Humankapital abgegrenzt werden [9]:

1. Anders als Patente und Technologien werden Daten nicht in Laboren entwickelt, erforscht oder entdeckt. Sie sind vielmehr ein Nebenprodukt anderer Aktivitäten. Nicht ihre Produktion kostet, sondern ihre Analyse und Auswertung.
2. Wissen von Mitarbeitenden (Humankapital) ist in den Köpfen der Menschen gespeichert und im rechtlichen und wirtschaftlichen Sinne nicht kontrollierbar. Daten hingegen gehören rechtlich und wirtschaftlich den Unternehmen.
3. Daten werden üblicherweise von einer Vielzahl von Anwenderinnen und Anwendern genutzt. Während etwa ein Auto nur von der aktuellen Fahrerin bzw. dem aktuellen Fahrer genutzt werden kann, stehen Daten (etwa zu Kapitalmärkten, Währungen oder Wetter) einer Vielzahl von Nutzenden gleichzeitig zur Verfügung.
4. Die obige Definition von Daten als digitalisiertes, zweckorientiertes Wissen ist verkürzt. Um aus Rohdaten nutzenbringendes Wissen zu generieren, müssen diese weiterverarbeitet, also strukturiert und analysiert werden.

Diese Abgrenzungen sind für die weitere Diskussion der Bewertungsmethoden von Bedeutung.

3.2 Bewertungsmethoden für Daten. Die etwa vom IVSC vorgeschlagenen Bewertungsmethoden für Daten orientieren sich an dessen Rahmenkonzept für die Bewertung immaterieller Vermögenswerte. Entsprechend wird zwischen

- 1) Market Approach,
- 2) Cost Approach und
- 3) Income Approach unterschieden [10].

Diese Methoden bilden auch den Kern einer ganzen Reihe weiterer Veröffentlichungen und basieren überwiegend auf den Überlegungen des IFRS 13 [11]. Insofern kann darauf verwiesen werden.

Nun gilt aber auch bei der Bewertung von Daten, dass der Bewertungszweck die Bewertungsmethode bestimmt. Die oben zitierten Quellen bewerten Daten mit den genannten Methoden jeweils einzeln. Allerdings entsteht der Wert von Daten erst mit ihrer Nutzung in einem Unternehmen [12], oder wie *Meitner* es formuliert: «Datenbewertung ist immer und überall eine Frage des Geschäftsmodells» [13]. Bei einer Bewertung des gesamten Unternehmens geht damit auch der Wert von Daten regelmässig im Fortführungswert des Unternehmens auf.

Die Einzelbewertung von Daten kann daher nur dann relevant werden, wenn es um die Ermittlung von Substanzwerten geht, wie es etwa bei der objektivierenden Bewertung junger Unternehmen der Fall sein kann [14]. Geht es

dabei um den Verkehrswert, kommen zukunftsorientierte Verfahren wie etwa die DCF- oder Ertragswertmethode an ihre Grenzen. Entsprechend wird für vermögensteuerlich erforderliche Bewertungen [15], Mitarbeiterbeteiligungen [16], Gewinnsteuern [17] oder andere Anlässe einer objektivierenden Ermittlung eines Verkehrswerts das Substanzwertverfahren propagiert [18].

3.3 Berücksichtigung von Daten im Substanzwert. Die Substanz eines Unternehmens ist wertrelevant. Was bereits vorhanden ist, muss nicht beschafft werden und spart Investorinnen und 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 [19].

Aus Sicht einer potenziellen Käuferin bzw. eines potenziellen Käufers – und dies ist die Optik, die bei der Berechnung eines Verkehrswerts einzunehmen ist – ist der Substanzwert v. a. als Rekonstruktionswert relevant. Dieser beantwortet die Frage, wie viel es kosten würde, das fragliche Unternehmen «auf der grünen Wiese» nachzubauen. Auch für die Verkäuferin bzw. 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.

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» [20].

Mit der Restriktion auf die Anschaffungs- oder Herstellungskosten wird 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 [21], jedoch nicht erreicht [22].

Richtigerweise sollte bei der Substanzwertermittlung nicht auf die Buchwerte der Vermögenswerte und Schulden abgestellt werden, sondern auch hier auf deren Verkehrswerte bzw. Marktwerte i. S. ihrer potenziellen Marktpreise [23].

Dass für Daten 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 [24]. Aktuell sind dort rund 300 digitale Vermögenswerte, von Wetterdaten über Bewer-

bungsprofile bis hin zu Musterrouuten für autonomes Fahren, verfügbar. Bis 2025 soll deren Zahl auf über 5000 steigen. Ob dies gelingt, wird sich weisen. Aktuell zeigt sich, dass es v. a. regierungsnahe 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 [25].

Einen anderen Weg zur Bewertung von Daten zeigt die jüngste Verurteilung von Google wegen der Verletzung von Persönlichkeitsrechten bei Nutzung des Inkognitomodus auf. Im Zuge des Verfahrens wurden die Prämien, die Google seinen Nutzern für die freiwillige Nutzung ihres Browserverlaufs zahlte (USD 3 pro Tag) als Anhaltspunkt für deren Wert und eine allfällige Schadenersatzzahlung gewählt [26]. Ob es sich dabei methodisch um einen Market Approach oder um einen Cost Approach handelt, ist eine eher begriffliche Frage [27].

Liegen keine Marktwerte vor und versteht man – wie hier – den Substanzwert als Rekonstruktionswert, bleiben aus Sicht eines Dritten die Herstellungskosten als mögliche Schätzung für die (marktüblichen) Rekonstruktionskosten [28]. Signifikante Werte werden sich für Daten jedoch kaum feststellen lassen, da – wie oben bereits dargestellt – Daten üblicherweise nicht eigens produziert werden, sondern eher ein Nebenprodukt anderer Aktivitäten sind.

4. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS

4.1 Erkenntnisse aus Fairness Opinions und Bewertungsberichten. Bereits letztes Jahr haben die Autoren an dieser Stelle kurz über die in veröffentlichten Fairness Opinions und Bewertungsberichten wahrnehmbaren Entwicklungen berichtet [29]. Im Vergleich zur letzten Auswertung im Jahr 2012 [30] waren insbesondere die verlängerten Detailplanungszeiträume und das vermehrte Abstützen auf implizite Marktrisikoprämien bemerkenswert.

Die Autoren möchten dieses Jahr weniger auf die konkreten Veränderungen über die Zeit eingehen, sondern vielmehr die sich in den Fairness Opinions und Bewertungsberichten widerspiegelnde Best Practice bei Unternehmensbewertungen in der Schweiz aufzeigen. Die Konkretisierung oder Einschränkung auf «in der Schweiz» ist von Bedeutung, weil im Betrachtungszeitraum erstmals ein deutscher Anbieter auf dem Schweizer Markt auftritt und die vom dortigen Berufsstand geforderten bzw. dort üblichen Techniken auch auf die Bewertung eines Schweizer Unternehmens angewendet. Namentlich wird dabei u. a. ein negativer Basiszins

gewählt, mit einer zeitvariablen Kapitalstruktur gearbeitet, beim Relevanz ein Debt Beta verwendet und als Übergang zwischen der Detailplanungsphase und dem Restwert eine explizite Konvergenzphase modelliert. Auch wurde keine Small-Cap-Prämie angesetzt. All dies ist mit der Schweizer Bewertungslehre im Sinne der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» von Expertsuisse und deren Kommentierung zwar kompatibel, entspricht aber – wie im Folgenden dargestellt wird – nicht der überwiegenden Schweizer Bewertungspraxis.

Weiter soll darauf hingewiesen werden, dass die referierte Praxis die Bewertung kotierter Unternehmen betrifft. Dennoch lassen sich aus einer solchen Analyse auch Erkenntnisse für die Bewertung von KMUs ziehen.

Die präsentierten Ergebnisse orientieren sich an den Hauptelementen einer DCF-Bewertung und der Multiples-Methode. Basis bilden die auf der Website der Übernahmekommission öffentlich einsehbaren Fairness Opinions und Bewertungsberichte im Zeitraum von 2015 bis 2024, also über die letzten zehn Jahre [31]. Von der Analyse ausgeschlossen werden Immobiliengesellschaften sowie reine Holdinggesellschaften. Insgesamt ergibt dies eine Stichprobe von 30 Unternehmen bzw. Berichten. *Abbildung 1* zeigt, durch welche Beratungs- bzw. Bewertungshäuser diese erstellt wurden.

Abbildung 1: ERSTELLER DER FAIRNESS OPINIONS UND BEWERTUNGSBERICHTE

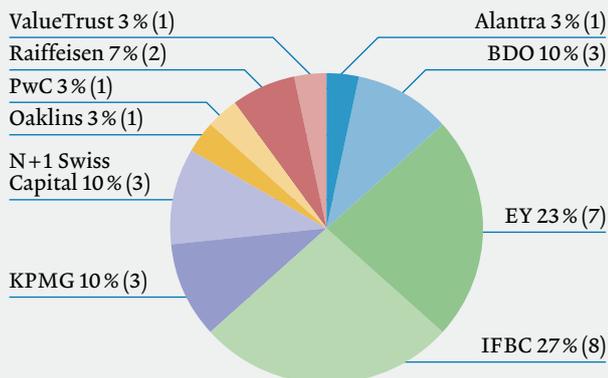
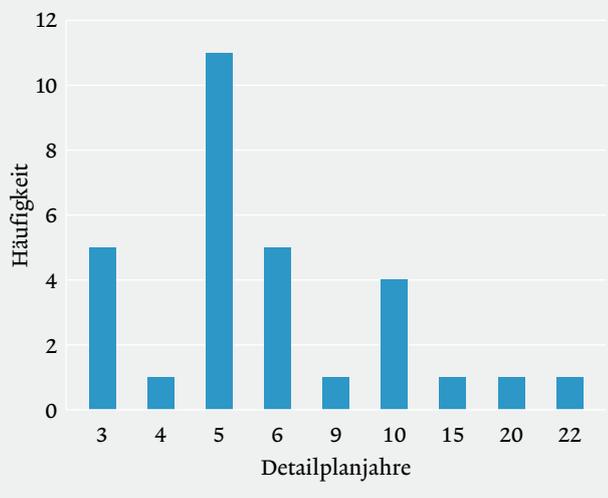


Abbildung 2: ANZAHL DETAILPLANJAHRE



4.2 Detailplanung. Der Unternehmenswert ergibt sich bekanntlich aus den zukünftigen finanziellen Überschüssen. Insofern ist es bei DCF-Bewertungen üblich, die Zukunft mittels Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Bilanz und Plan-Geldflussrechnung für eine bestimmte Anzahl Jahre explizit zu modellieren und daraus die Free Cashflows abzuleiten. Wie lange diese detailliert geplante Zeitperiode sein soll, hängt u. a. von der Branche, dem Geschäftsmodell, der Stabilität und dem Investitionszyklus ab. Grundsätzlich gilt: Je stabiler das zu bewertende Unternehmen ist und je näher sich dieses bereits bei seinem eingeschwungenen und nachhaltigen Zustand befindet, desto kürzer kann der Detailplanungszeitraum gewählt werden. Wie *Abbildung 2* verdeutlicht, ist ein Detailplanungszeitraum von 5 Jahren klar vorherrschend, gefolgt von 3 bzw. 6 Jahren und 10 Jahren. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch eine breit angelegte und jährlich aufdatierte Studie von KPMG [32].

Da sich ein Unternehmen am Ende der Detailplanungsphase, welche oftmals dem letzten vom Management vorgelegten Businessplanjahr entsprechen dürfte, womöglich noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet, ist es ggf. angezeigt, den Detailplanungszeitraum um ein paar weitere grob geplante Jahre zu verlängern. Dies dient dazu, die Free Cashflows stufenweise und in einem abgekürzten Modellierungsverfahren auf ein nachhaltig realisierbares Niveau zu bringen, ohne erneut die komplette Erfolgsrechnung, Bilanz und Geldflussrechnung planen zu müssen. Wie *Abbildung 3* zeigt, gibt es Fälle, in denen die Detailplanungsphase um 1, 2 oder 10 Jahre verlängert wurde. Das Einfügen einer solchen Grobplanungs- bzw. Übergangsphase ist in der Bewertungspraxis jedoch nach wie vor eher unüblich und man biegt standardmässig vom letzten Detailplanjahr direkt in den Restwert ab.

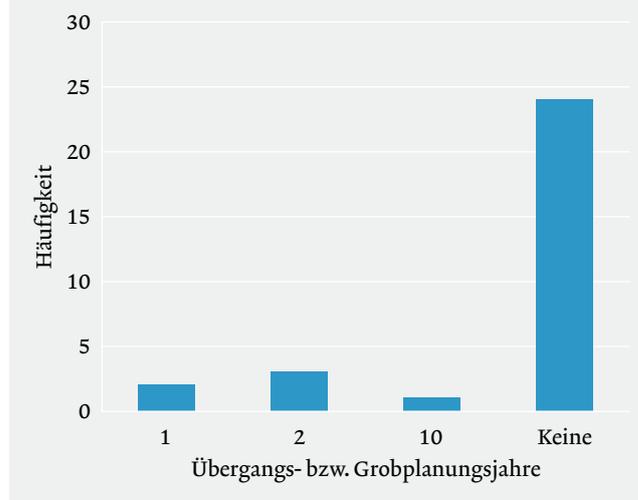
4.3 Restwert. Der Restwert ist bekanntlich der an die Detailplanungsphase oder ggf. Grobplanungsphase anschließende Zeitraum. Da bei Unternehmensbewertungen in aller Regel von einer unbeschränkten Lebensdauer ausgegangen wird, erstaunt es nicht, dass die ewige Rente das Standardverfahren zur Bestimmung des Restwerts darstellt. Lediglich in zwei Fairness Opinions bzw. Bewertungsberichten wurde kein Restwert angesetzt. In beiden Fällen wurden im Gegenzug jedoch mindestens 20 Jahre detailliert geplant, was aufgrund des Abzinsungseffekts dazu führt, dass der Restwert an Bedeutung verliert.

Ermittelt man den Restwert als ewige Rente, so ist entscheidend, dass es sich bei dem zu kapitalisierenden Free Cashflow um eine eingeschwungene Grösse handelt. Konkret bedeutet dies, dass die im Restwert implizit enthaltene Marge nachhaltig erzielbar sein und das Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen zur langfristig erwarteten Wachstumsrate passen muss. Üblicherweise gilt das letzte Detailplanjahr als Basis für den Restwert. Grundsätzlich ist es aber auch denkbar, den nachhaltigen Free Cashflow abweichend vom letzten Detailplanjahr festzulegen, bspw. als Durchschnitt der Detailplanjahre oder frei geplant, wenn das letzte Planjahr nicht repräsentativ sein sollte (starkes Wachstum, über- oder unterdurchschnittliche Marge, unrealistisches Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen).

Nebst der Marge und den Reinvestitionen hat man sich im Restwert insbesondere auch zur langfristigen Wachstumsrate der Free Cashflows Gedanken zu machen. Basis hierfür bilden in der Regel die langfristige Inflationserwartung, das allgemeine Wirtschaftswachstum oder der risikolose Zins. Wie *Abbildung 4* zeigt, werden ganz unterschiedliche Wachstumsraten in einem Spektrum von 0,0% bis 2,5% angesetzt.

Der Restwert und somit auch der Unternehmenswert reagieren stark sensitiv auf eine Änderung der Wachstumsrate. Insofern ist hier besondere Sorgfalt geboten. Geht man davon aus, dass die Inflation vollumfänglich auf die Verkaufspreise überwälzt werden kann, so ist ein ewiges Wachstum

Abbildung 3: ANZAHL ÜBERGANGS- BZW. GROBPLANUNGSJAHRE



im Umfang von 1,0% bis 2,0% sicherlich vertretbar. Unterstellt man hingegen, was auch empirisch nachgewiesen werden kann [33], dass viele Unternehmen nicht in der Lage sind, die Kosteninflation vollumfänglich weiterzureichen oder ewig weiterzuwachsen, so ist man wohl gut beraten, beim Ansetzen einer Wachstumsrate im Restwert zurückhaltend zu sein. Dafür spricht auch die Tatsache, dass es Unternehmen aufgrund des Wettbewerbs kaum gelingt, bis in alle Ewigkeit Überrenditen zu erzielen. Insofern wäre es denkbar, im Restwert nur noch wertneutrales Wachstum zu unterstellen. Das sogenannte Wertfaktorenmodell bietet hier Hand, indem es die Reinvestitionen und die Wachstumsrate in eine direkte und logische Verbindung bringt [34]. Je höher die Wachstumsrate angesetzt wird, desto höher sind auch die dafür benötigten Reinvestitionen und desto tiefer fallen die ausschüttbaren Free Cashflows aus. Dies führt in der Konsequenz dazu, dass die vereinfachte Annahme von Investitionen gleich Abschreibungen eigentlich nur bei einem Nullwachstum vertretbar ist.

Abbildung 4: LANGFRISTIGE WACHSTUMSRATE

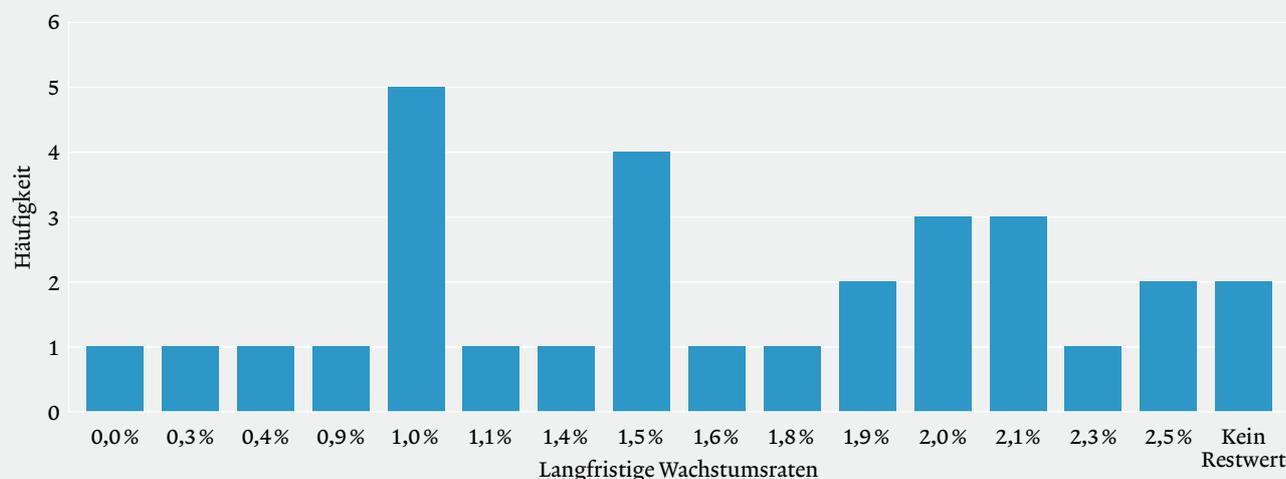
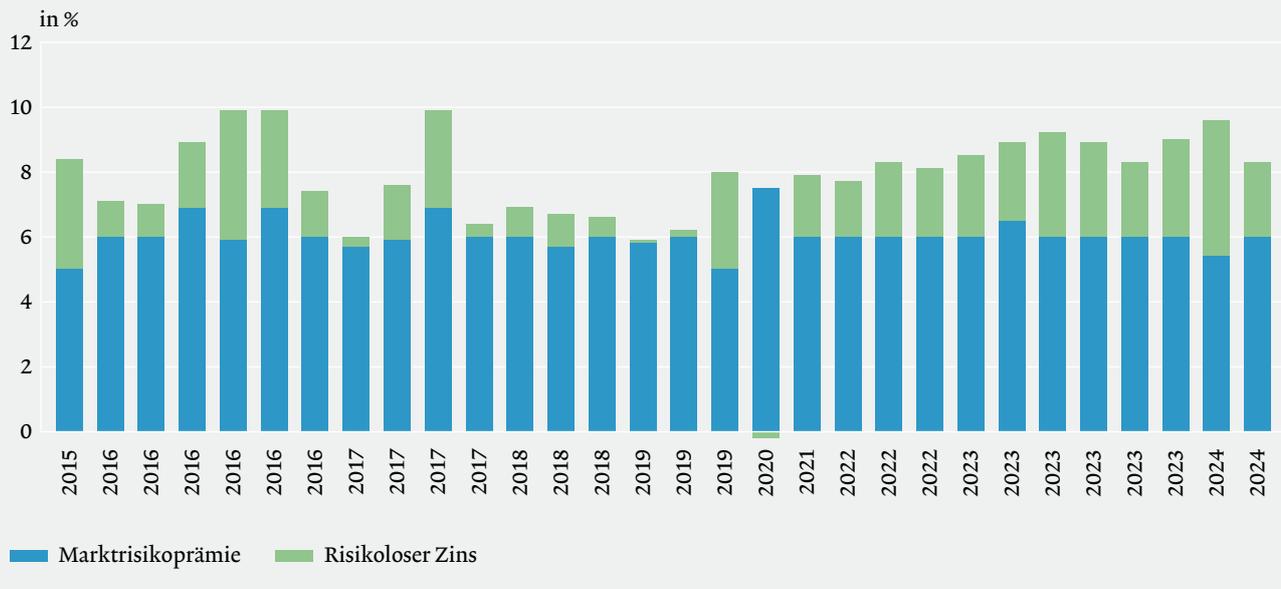


Abbildung 5: **MARKTRISIKOPRÄMIE UND RISIKOLOSER ZINS IM ZEITABLAUF**

4.4 Kapitalkosten. Die Kapitalkosten widerspiegeln die Renditeerwartungen der Investoren in Abhängigkeit vom (systematischen) Risiko des Bewertungsobjekts. In sämtlichen untersuchten Fällen wurden die (Eigen-)Kapitalkosten mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) abgeleitet. Dieses Modell startet bekanntlich mit dem risikolosen Zins und addiert dann eine mit dem Betafaktor multiplizierte Marktrisikoprämie. Hinzu kommen dann üblicherweise noch Zuschläge für die eingeschränkte Unternehmensgrösse (Small-Cap-Prämie) und – sofern nicht bereits im risikolosen Zins abgebildet – Länderrisikoprämien.

Wie *Abbildung 5* zeigt, wird in der überwiegenden Mehrheit der Fälle eine Marktrisikoprämie von 6% angesetzt, und dies offenbar losgelöst von der Höhe des risikolosen Zinses. Da die Summe von risikolosem Zins und Marktrisikoprämie der erwarteten Markttrendite entspricht, deutet die Analyse darauf hin, dass tendenziell eher von «atmen» Markttrenditen als von «atmen» Marktrisikoprämien ausgegangen wird. Dies steht etwas im Kontrast zu Studien, welche die Marktrisikoprämie aus vergangenen Zeitreihen als Differenz zwischen realisierter Markttrendite und risikolosem Zins ableiten. Da zeigt sich, dass die Markttrendite – zumindest über einen längeren Zeitraum – relativ stabil ist, während die Marktrisikoprämie je nach Zinsniveau schwankt [35]. Ein ähnliches Bild präsentiert sich auch in der Umfrage von KPMG, bei welcher die Marktrisikoprämie bei sinkendem Zinsniveau sukzessive nach oben angepasst wurde [36].

Bei den mit dem CAPM abgeleiteten Kapitalkosten handelt es sich wie bei den modellierten Free Cashflows um zukünftig erwartete Grössen. Da die Zukunft (noch) unbekannt ist und diese unterschiedlich eingeschätzt werden kann, bietet es sich an, auch stets noch einen Blick in die Vergangenheit und die Gegenwart zu werfen. Hier zeigt sich, dass der Aktienmarkt Schweiz über einen langen Zeitraum von knapp 100 Jahren im Durchschnitt jähr-

lich knapp 8% Rendite abgeworfen hat. Dies entspricht auch ziemlich genau der in den untersuchten Fairness Opinions und Bewertungsberichten durchschnittlich angenommenen Markttrendite (Summe aus risikolosem Zins und Marktrisikoprämie) über den zehnjährigen Zeitraum. Der teilweise etwas hoch angenommene risikolose Zins mag auf den ersten Blick erstaunen, lässt sich aber damit begründen, dass dieser bei international tätigen Unternehmen oftmals als umsatzgewichteter Durchschnitt aus Staatsanleihen verschiedener Länder bzw. Währungen abgeleitet wird.

Interessant ist ferner die Beobachtung, dass in der überwiegenden Mehrheit der Fälle – trotz der Tatsache, dass es sich um börsennotierte Unternehmen handelt – eine Small-Cap-Prämie angesetzt wird. Diese variiert je nach Unternehmensgrösse zwischen 0,7% (grosses kotiertes Unternehmen) und 4,8% (kleines kotiertes Unternehmen). Bei KMUs, die oftmals noch kleiner sind und aufgrund der fehlenden Börsennotierung keinen regelmässigen Aktienhandel aufweisen (Illiquidität der Anteile), dürfte es daher angezeigt sein, eine Small-Cap-Prämie von 5% oder u. U. sogar etwas mehr anzusetzen.

Aus der Analyse der Fairness Opinions und Bewertungsberichte allgemeingültige Aussagen zur Höhe des Betafaktors abzuleiten, ist schwierig, zu heterogen sind die einzelnen Unternehmen und Branchen, in denen sich diese Unternehmen bewegen. Auffallend ist jedoch, dass der Betafaktor ausnahmslos aus einer Gruppe von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen (Peer Group) abgeleitet wird und in der leichten Mehrheit der Fälle das unverschuldete Beta mittels des sogenannten Blume-Verfahrens gegen eins adjustiert wird [37]. Dies führt dazu, dass die aus vergangenen Aktienrenditen abgeleiteten Betafaktoren über 1 etwas nach unten korrigiert und Betafaktoren unter 1 etwas nach oben korrigiert werden. Dahinter steckt die empirische Beobachtung, dass eine Reversion to the Mean stattfindet, Betafak-

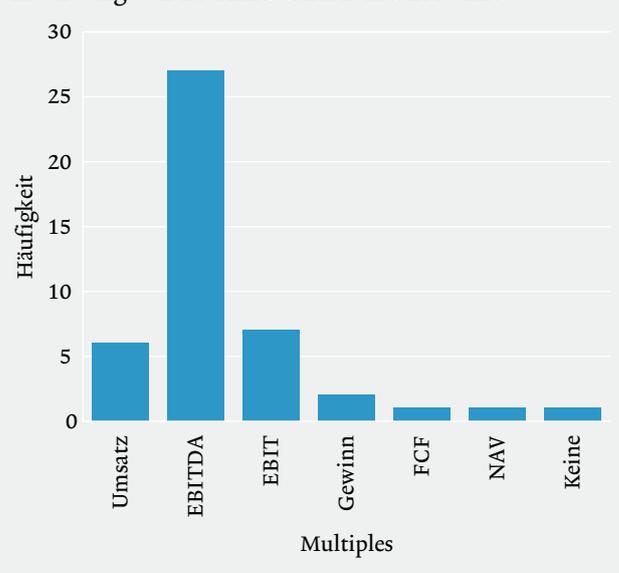
toren im Zeitablauf also gegen den Marktdurchschnitt von 1 zu konvergieren scheinen [38].

In Bezug auf die Gewichtung der Eigen- und Fremdkapitalkosten gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten: entweder gemäss der aktuellen Kapitalstruktur oder anhand einer Zielkapitalstruktur, beides zu Marktwerten. Während die aktuelle Kapitalstruktur dem Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zu (Brutto-)Unternehmenswert entspricht und sich somit aus der aktuellen Bilanz und der Bewertung ergibt, leitet man die Zielkapitalstruktur üblicherweise aus vergleichbaren Unternehmen ab.

In den untersuchten Fairness Opinions und Bewertungsberichten erfolgt die Kapitalkostengewichtung häufiger mit der Zielkapitalstruktur als der aktuellen Kapitalstruktur. Dies entspricht der Idee der Bewertung aus Sicht eines marktüblichen Erwerbers bzw. einer marktüblichen Erwerberin, der bzw. die das Unternehmen auch marktüblich finanziert.

Diese Überlegung gilt es bei der Bewertung von KMUs zu berücksichtigen, mit anderen Worten ist auch hier auf den Bewertungszweck und den Bewertungsanlass zu achten: Geht es um das Ermitteln von Kauf- oder Verkaufspreisen – also subjektive Bewertungen im Interesse einer Partei – kann auf die aktuelle Kapitalstruktur der Zielgesellschaft aber auch der Käuferin bzw. des Käufers bzw. einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen abgestellt werden. Bei der objektivierenden Ermittlung von Verkehrswerten wird hingegen nur die mutmasslich marktübliche Kapitalstruktur der Vergleichsgruppe in Betracht kommen. Geht es um die direkte und objektivierende Bewertung von Anteilen unter 100%, sind die Möglichkeiten des gedachten Anteilskäufers entscheidend: Kann die Finanzierung durch ihn rechtlich oder tatsächlich nicht geändert werden, wäre nur die (von der ge-

Abbildung 6: **BEIGEZOGENE MULTIPLES**



gedachten Käuferin/vom gedachten Käufer nicht veränderbare) Ist-Kapitalstruktur am Bewertungsstichtag relevant.

4.5 Multiples. Es ist gängige Praxis, den mittels DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswert durch den Beizug von Multiplikatoren zu plausibilisieren. Dabei wird der Unternehmenswert über die Multiplikation einer (aktuellen oder zukünftigen) Schlüsselgrösse des Bewertungsobjekts mit einem aus ausgewählten Vergleichsunternehmen (Peer Group) – oder vereinfacht einer ganzen Branche – abgeleiteten Multiple berechnet. Jede Schlüsselgrösse hat ihre Vor- und Nachteile [39]. Entscheidend ist, dass es sich um einen

möglichst direkten und unverzerrten Werttreiber handelt. Wie *Abbildung 6* zeigt, ist der EBITDA die klar vorherrschende Grösse, gefolgt von EBIT und Umsatz. Dies erstaunt nicht, liegt der grosse Vorteil eines EBITDA-Multiplikators doch darin, dass er die operative Kostenstruktur implizit enthält und gleichzeitig nicht durch Abschreibungen, Zinsen, Steuern etc. verzerrt ist. Es handelt sich somit um einen relativ Cashflow-nahen Multiple, der methodisch auch gut zum DCF-Verfahren passt.

5. FAZIT

Die Lehre, die Praxis und die Rechtsprechung sorgen für Dynamik bei Unternehmensbewertungen. Ruhiger wird es nicht werden, im Gegenteil sorgen gerade die anstehenden Wahlen in den USA, politische Unruhen, kriegerische Konflikte und aufziehende Rezessionsängste für neue Herausforderungen. Mit diesem Beitrag soll Orientierung geboten werden. Die Lösung des Einzelfalls bleibt im Ermessen der oder des Bewertenden. ■

Fussnoten: **1)** Vgl. Hüttche/Schmid (2022), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 64 m. w. N. **2)** Vgl. Hüttche/Schmid (2022), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 61 f. **3)** Vgl. Expertisuisse (2020), Handbuch der Wirtschaftsprüfung (HWP) – Band «Betriebswirtschaftliche Prüfungen und verwandte Dienstleistungen», S. 161. **4)** «Interim Provisions on Accounting Treatment of Enterprise Data Resources» vom chinesischen Finanzministerium vom 21. August 2023, «Guidelines on Data Assets Valuation» der China Appraisal Society vom 8. September 2023, «Practice and Operation Guide for Data Asset Entry and Valuation» der Shanghai Data Exchange vom 26. November 2023. **5)** Siehe <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-value-and-data/>. **6)** Vgl. Tietz/Lux/Scheler/Rudin (2024), Datenbilanz, Expert Focus 2024/April, S. 192 ff. **7)** Veldkamp (2023), Valuing Data as an Asset, Review of Finance, September 2023, S. 1545. **8)** Zur Definition von Information als zweckorientiertem Wissen vgl. Wittmann (1959), Unternehmung und unvollkommene Information, Springer, S. 14. **9)** Vgl. Veldkamp (2023), Valuing Data as an Asset, Review of Finance, September 2023, S. 1547. **10)** Siehe <https://www.ivsc.org/perspectives-paper-value-and-data/>, S. 15 f. **11)** Etwa bei Tietz/Lux/Scheler/Rudin (2024), Datenbilanz, Expert Focus 2024/April, S. 57 ff. m. w. N.; Coyle/Manley (2023), What is the value of data?, Journal of Economic Surveys, August 2023, S. 5 ff.; Veldkamp (2023), Valuing Data as an Asset, Review of Finance, September 2023, S. 1553 ff. **12)** Vgl. Tietz/Lux/Scheler/Rudin (2024), Datenbilanz, Expert Focus 2024/April, S. 194. **13)** Meitner (2021), Geschäftsmodelllogiken und Analyseansätze für das Asset «Daten», Bewertungspraktiker 3/2021, S. 75. **14)** Dazu und

im folgenden Hüttche/Schmid (2024), Bewertungen junger Unternehmen (Start-ups), Trex 3/2024, S. 138 ff. **15)** Kommentar 2023 zur Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 32. **16)** Vgl. Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, Abschnitt 3.2.2. **17)** Vgl. BGER vom 03.08.2023 (9C_261/2023). **18)** Vgl. bspw. Bertl/Patloch-Kofler (2023), Bewertung von Start-ups – Grundsatzfragen und Methodenanalyse, RWZ 3/2023, S. 84 f., m. w. N.; Hayn (2023), Bewertung junger Unternehmen, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 1141. **19)** Vgl. Sieben/Maltry (2023), Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, S. 853 ff. **20)** SSK (2008), Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer – Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 26. **21)** Zur Übereinstimmung der Wertbegriffe «innerer Wert» und «Verkehrswert» vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 23. **22)** 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. **23)** Zur Definition des Verkehrswerts als Marktwert und potenzieller Marktpreis vgl. Expertisuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, RN 15. **24)** Siehe <https://www.chinadep.com/>. **25)** Vgl. Financial Times vom 27.12.2023, <https://www.ft.com/content/eab7c43a-e4a0-464b-a5d4-d71526dd2e8b>. **26)** Vgl. United States District Court Northern District of California – Case No.: 4:20-Cv-3644-Ygr, 4. B. **27)** Für Ers-

teres spricht sich wohl das Gericht aus, für Letzteres etwa Veldkamp (2023), Valuing Data as an Asset, Review of Finance September 2023, S. 1554. **28)** Vgl. dazu Hüttche/Schmid (2024), Bewertung junger Unternehmen (Start-ups), Trex 3/2024, S. 143. **29)** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Update Unternehmensbewertung 2023, Expert Focus 2023/Okttober, S. 557 f. **30)** Vgl. Hüttche (2012), Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz, Der Schweizer Treuhänder 4/2012, S. 208 ff. **31)** Siehe <https://www.takeover.ch/transactions/search>. **32)** Vgl. KPMG (2023), Cost of Capital Study 2023, S. 13. **33)** Vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin (2003), Der Kapitalisierungszinssatz in der praktischen Unternehmensbewertung, Finanz Betrieb 5, S. 800 ff.; Ruthardt/Hachmeister (2014), Unendlichkeit als Problem der Unternehmensbewertung aus theoretischer, praktischer und rechtlicher Sicht, Der Betrieb 67, S. 201 f.; Koller/Goedhart/Wessels (2020), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, S. 527 ff. **34)** Vgl. Hüttche/Schmid (2022), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 113 ff. **35)** Vgl. Hüttche/Schmid (2022), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 125 ff.; Hüttche/Schmid (2023), Update Unternehmensbewertung 2023, Expert Focus 2023/Okttober, S. 559 ff. **36)** Vgl. KPMG (2023), Cost of Capital Study 2023, S. 26 f. **37)** Vgl. Hüttche/Schmid (2022), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 Expertisuisse, S. 136 ff. **38)** Vgl. Blume (1975), Betas and Their Regression Tendencies, Journal of Finance 30(3) 1975, S. 785 ff. **39)** Vgl. Schmid/Hüttche (2019), Bewertung von KMU mit Multiples, Expert Focus 2019/12, S. 979 f.

