

# AKTUELLE ENTWICKLUNGEN IN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich bekanntlich aus den zukünftig erwarteten finanziellen Überschüssen. Dies ist bei jungen Unternehmen (Start-ups) nichts anders als bei etablierten Firmen. Und auch hier bestimmt der Bewertungsanlass die Bewertungsmethode. Dass man hierbei je nach Lebensphase der Unternehmung zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen kann, zeigen wir an einem aktuellen Urteil des Bundesgerichts auf.

• Von Dr. Fabian Schmid und Prof. Dr. Tobias Hüttche

## Bewertung von Start-ups

Junge Unternehmen oder Start-ups werden aus denselben Gründen bewertet wie etablierte Firmen – etwa beim Einstieg von Investoren oder bei der Beteiligung von Mitarbeitenden. Allerdings fehlt ihnen eine Vergangenheit, sie verfügen über wenig Substanz, und ihre Zukunft ist ungewiss. Dennoch bestimmt auch hier der Bewertungsanlass und damit die Bewertungsaufgabe die konkret anzuwendende Methode.

In einem jüngst vom Bundesgericht behandelten Fall (Urteil vom 3.8.2023, 9C\_261/2023) ging es um den Steuerwert einer Beteiligung. Ein Aktionär brachte seine neu gegründete Dienstleistungs-AG gegen ein Darlehen in eine andere Gesellschaft seiner Gruppe ein. Die Anteile wurden per DCF-Methode mit CHF 5 Mio. bewertet und das Darlehen mit gegen den Aktionär bestehenden Forderungen verrechnet. Kurz darauf wurden die Anteile abgewertet und zurück auf die private Ebene des Investors transferiert. Begründet wurde die Wertberichtigung mit negativen Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag, darunter eine Bankenkrise und der Ukrainekrieg.

Das Steueramt und die Vorinstanzen erkannten die Bewertung mit der DCF-Methode nicht an, sondern setzten stattdessen als Verkehrswert den im



Sinne des Kreisschreibens 28 ermittelten Substanzwert von rund TCHF 112 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 zu Grunde gelegt werden können» (E 5.4).

Zukunftsorientierte Bewertungsverfahren kommen bei jungen Unternehmen an ihre Grenzen. Entsprechend ist es nicht abwegig, wenn für vermögenssteuerlich erforderliche Bewertungen,<sup>1</sup> Mitarbeiterbeteiligungen,<sup>2</sup> Gewinnsteuern<sup>3</sup> oder andere Anlässe einer

objektivierenden Ermittlung eines Verkehrswerts das Substanzwertverfahren propagiert wird.<sup>4</sup> Allerdings ist aus Sicht eines potenziellen Käufers – und dies ist die Optik, die bei der Berechnung eines Verkehrswerts einzunehmen ist – der Substanzwert vor allem als Rekonstruktionswert relevant.<sup>5</sup> 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 Nachbaugesfahr 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.

Zu den gerade bei jungen Unternehmen besonders relevanten immateriellen Werten wird im Kreisschreiben 28 lediglich ausgeführt, dass «besondere Fabrikationsverfahren, Lizenzen, Marken, Patente, Rezepte, Urheberrechte, Verlagsrechte usw. [...] höchstens zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten unter Abzug der notwendigen

1 Kommentar 2024 zur Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 32.

2 Vgl. Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, Abschnitt 3.2.2.

3 Vgl. BGer vom 3.8.2023 (9C\_261/2023).

4 Vgl. beispielsweise 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.

5 Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2024, EXPERT FOCUS, Oktober 2024, S. 527 f.

Abschreibungen zu berücksichtigen sind. Dabei ist in erster Linie der Nutzwert massgebend».<sup>6</sup>

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,<sup>7</sup> jedoch nicht erreicht.<sup>8</sup>

Richtigerweise sollte bei der Substanzwertermittlung nicht auf die Buchwerte der Vermögenswerte und Schulden abgestellt werden, sondern auch hier auf deren Verkehrswerte bzw. Marktwerte im Sinne ihrer potenziellen Marktpreise.<sup>9</sup>

## Best Practice der DCF-Bewertung

### Einleitung

Während der Substanzwert bei der Bewertung junger Unternehmen eine Rolle spielen kann, ist dieser bei der Bewertung etablierter Unternehmen allenfalls eine Hilfsgrösse. Hier sollten zukunftsorientierte Verfahren wie die DCF-Methode das Mittel der Wahl sein. Daher geben wir im zweiten Teil unseres Beitrags Hinweise auf die in Fairness Opinions und Bewertungsberichten manifestierte Best Practice bei Unternehmensbewertungen.<sup>10</sup> Die Bewertungen betreffen zwar kotierte Unternehmen. Dennoch lassen sich

6 SSK (2008), Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer – Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, RN 26.

7 Zur Übereinstimmung der Wertbegriffe «innerer Wert» und «Verkehrswert» vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schriftenreihe 194 EXPERTSuisse, S. 23.

8 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.

9 Zur Definition des Verkehrswerts als Marktwert und potenzieller Marktpreis vgl. EXPERTSuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, RN 15.

10 Für die vollständige Auswertung verweisen wir auf Hüttche/Schmid (2024), Update Unternehmensbewertung 2024, EXPERT FOCUS, Oktober 2024, S. 532 ff.

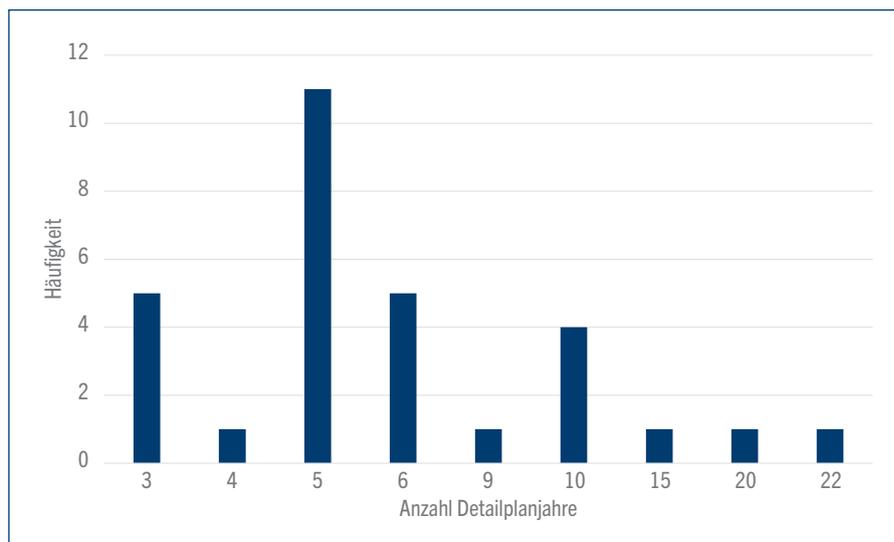


Abbildung 1: Detailplanungsphase

aus einer solchen Analyse auch Erkenntnisse für die Bewertung von KMU ableiten.

Die Ergebnisse basieren auf den Hauptelementen einer DCF-Bewertung: Detailplanung, Restwert und Kapitalkosten. Grundlage sind öffentlich einsehbare Fairness Opinions und Bewertungsberichte aus den Jahren 2015 bis 2024.<sup>11</sup> Immobiliengesellschaften sowie reine Holdinggesellschaften werden von der Analyse ausgeschlossen. Insgesamt ergibt dies eine Stichprobe von 30 Unternehmen bzw. Bewertungen.

### Detailplanung

Der Unternehmenswert basiert auf den zukünftigen finanziellen Überschüssen. Bei der DCF-Bewertung wird die Zukunft mittels Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Bilanz und Plan-Geldflussrechnung detailliert modelliert, um die Free Cashflows abzuleiten. Die Dauer der Detailplanungsphase hängt von Faktoren wie Branche, Geschäftsmodell und Stabilität ab. Je gefestigter ein Unternehmen ist, desto kürzer kann dieser Zeitraum sein. Wie Abbildung 1 zeigt, dominiert ein Detailplanungszeitraum von fünf Jahren, gefolgt von drei, sechs und zehn Jahren. Eine breit angelegte,

11 Siehe [www.takeover.ch/transactions/search](http://www.takeover.ch/transactions/search).

jährlich aktualisierte Studie der KPMG kommt zu ähnlichen Ergebnissen.<sup>12</sup>

Befindet sich ein Unternehmen am Ende der Detailplanungsphase – meist dem letzten Businessplanjahr – noch nicht in einem stabilen, eingeschwungenen Zustand, kann eine Verlängerung um einige grob geplante Jahre sinnvoll sein. Dadurch lassen sich die Free Cashflows schrittweise auf ein nachhaltiges Niveau bringen, ohne die gesamte Planung erneut durchzuführen. Eine solche Erweiterung der Planungsphase scheint in der Praxis jedoch bislang die Ausnahme zu bleiben, und es erfolgt gewöhnlich ein direkter Übergang in den Restwert.

### Restwert

Der Restwert folgt auf die Detail- oder ggf. Grobplanungsphase. Da bei Unternehmensbewertungen meist eine unbeschränkte Lebensdauer unterstellt wird, ist die ewige Rente das Standardverfahren zur Restwertbestimmung. Nur in zwei Fairness Opinions wurde auf das Ansetzen eines Restwerts verzichtet – dort erfolgte jedoch eine detaillierte Planung über mindestens 20 Jahre, wodurch der Abzinsungseffekt die Bedeutung des Restwerts verringert.

12 Vgl. KPMG (2024), Cost of Capital Study 2024, S. 14.

Beim Restwert als ewige Rente muss der zu kapitalisierende Free Cashflow eine stabile Grösse sein. Der Begriff «Restwert» wird dem Charakter dieser Grösse nicht gerecht. Eigentlich ist es das nachhaltige Ergebnis, der dauerhaft zu erwartende finanzielle Überschuss des Unternehmens. Die implizite Marge sollte nachhaltig erzielbar sein, und das Verhältnis von Abschreibungen zu Investitionen muss zur erwarteten Wachstumsrate passen. Auch wenn das letzte Detailplanjahr üblicherweise als Basis dient, ist dessen Fortschreibung nicht immer sachgerecht. Alternativ kann der nachhaltige Free Cashflow auch als Durchschnitt der Planjahre oder frei festgelegt werden, etwa wenn das letzte Jahr untypische Margen oder unrealistische Investitionsrelationen aufweist.

**• HINWEIS**



Neben Marge und Reinvestitionen ist im Restwert auch die langfristige Wachstumsrate der Free Cashflows zu berücksichtigen. Diese orientiert sich meist an der Inflationserwartung, dem Wirtschaftswachstum oder dem risikolosen Zins. Wie Abbildung 2 zeigt, wird häufig ein ewiges Wachstum von 1,0–2,0% angenommen, im Schnitt 1,5%.

Der Restwert – und damit der Unternehmenswert – reagiert besonders sensibel auf Änderungen der Wachstumsrate, weshalb hier besondere Sorgfalt geboten ist. Ein ewiges Wachstum von 1,0 bis 2,0% erscheint vertretbar, wenn die Inflation vollständig auf die Verkaufspreise überwältzt werden kann. Da viele Unternehmen die Kosteninflation jedoch nur begrenzt weitergeben und selten ewig wachsen können, ist eine vorsichtige Schätzung ratsam.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> 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.

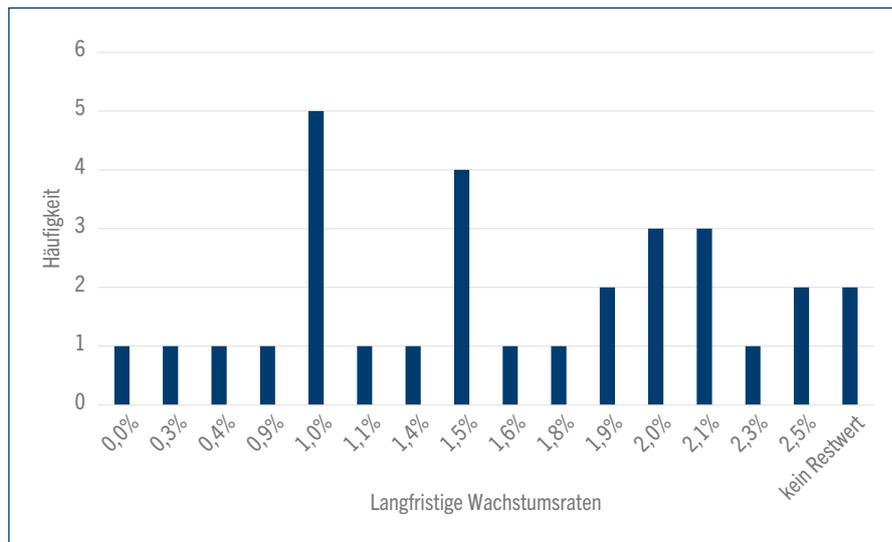


Abbildung 2: Langfristige Wachstumsraten

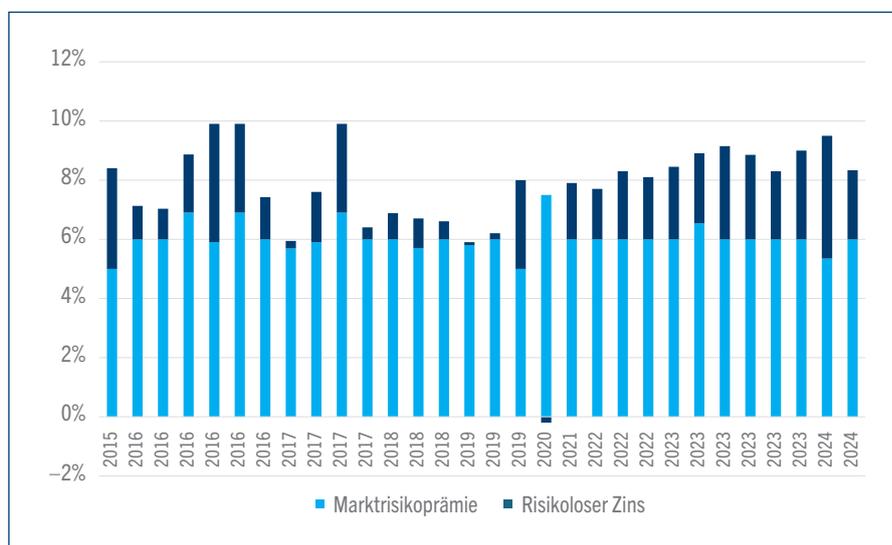


Abbildung 3: Markttrisikoprämie, risikoloser Zins und Markttrendite

Auch der Wettbewerb spricht gegen dauerhaft erzielbare Überrenditen, weshalb ein wertneutrales Wachstum im Restwert denkbar ist. Das Wertfaktorenmodell stellt eine logische Verbindung zwischen Wachstumsrate und Reinvestitionen her: Höheres Wachstum erfordert höhere Investitionen und senkt somit die ausschüttbaren Free Cashflows. Folglich ist die Annahme «Investitionen = Abschreibungen» nur bei Nullwachstum realistisch.

**Kapitalkosten**

Die Kapitalkosten spiegeln die Renditeerwartungen der Investoren in Abhängigkeit des systematischen Risikos

wider. In allen untersuchten Fällen wurden die Eigenkapitalkosten mithilfe des Capital Asset Pricing Model (CAPM) bestimmt. Dieses basiert auf dem risikolosen Zins, zu dem eine mit dem Betafaktor multiplizierte Markttrisikoprämie addiert wird. Ergänzend werden oft Zuschläge für kleinere Unternehmen (Small-Cap-Prämie) und gegebenenfalls Länderrisikoprämien berücksichtigt.

Wie Abbildung 3 zeigt, wird meist eine Markttrisikoprämie von 6% angesetzt, vermeintlich unabhängig von der Höhe des risikolosen Zinses. Da die Summe beider Grössen der erwarteten Marktrendite entspricht, deutet dies darauf