

ENTWICKLUNGEN BEI DER BEWERTUNG VON KMU

Rechtsprechung, Bewertungslehre und Methodenwahl

Das Bundesgericht hat jüngst die Grenzen der «Praktikerverfahren» aufgezeigt. Dieser Beitrag geht u. a. auf diesen Entscheid ein und zeigt wesentliche Aspekte der Methodenwahl auf. Es werden Hinweise gegeben, wie die Besonderheiten von KMU auch bei Standardverfahren wie Ertragswert- oder Discounted-Cashflow (DCF)-Modellen berücksichtigt werden können.

1. EINLEITUNG

Die Unternehmensbewertung ist die Königsdisziplin der betriebswirtschaftlichen Beratung und gehört zu den Kernaufgaben der Treuhand- und Revisionsbranche. Auch in der Theorie nimmt die Bewertungslehre – stark beeinflusst durch die Kapitalmarktforschung – breiten Raum ein. Leistungsfähige Hard- und Software vermag auch Modelle zu rechnen, die sich den Adressaten mitunter nicht mehr erschliessen. Vor Jahren genügten Grundrechenarten, um ein Unternehmen zu bewerten. Heute sind solide statistische Kenntnisse erforderlich, um ein Bewertungsgutachten auch nur zu verstehen. Wissenschaftliche Diskussion und robuste Praxis stehen in einem Kontrast.

Der Graben wird vor allem bei der Bewertung von KMU deutlich. Diese Unternehmen werden hierzulande häufig mit sog. Praktikerverfahren bewertet, einer Kombination von Ertrags- und Substanzwert [1]. Bekannt ist vor allem deren Manifestation im *Kreisschreiben Nr. 28 (KS 28)*, der «Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer» (Schweizerische Steuerkonferenz, SSK) vom 28. August 2008. Die steuerliche Anerkennung ist – neben Transparenz, Einfachheit und Vermittelbarkeit – einer der häufig genannten Vorteile dieses Verfahrens [2]. Dabei sind die konzeptionellen Mängel der Kombinationsverfahren seit Langem bekannt. Bereits Käfer merkte an, dass «die Methode nur den Vorzug hat, das Denken zu ersparen» [3].

Ein jüngerer Entscheid des Bundesgerichts stellt das Praktikerverfahren nun zur Disposition: Es sei u. a. dann nicht anzuwenden, wenn es «zu keinem betriebswirtschaftlich befriedigenden Ergebnis führt» [4]. Dies wird dann der Fall

sein, wenn sich erhebliche Abweichungen zum als theoretisch richtig erkannten Zukunftserfolgswert (berechnet als Ertragswert oder DCF-Wert) ergeben. Der vorliegende Beitrag zeigt dafür typische Konstellationen auf und gibt Hinweise, wie den Besonderheiten von KMU bei der Bewertung Rechnung getragen werden kann. Ausgangspunkt ist der aktuelle Stand von Lehre und Rechtsprechung zu diesem Bereich.

2. AKTUELLER STAND DER BEWERTUNGSLEHRE UND RECHTSPRECHUNG

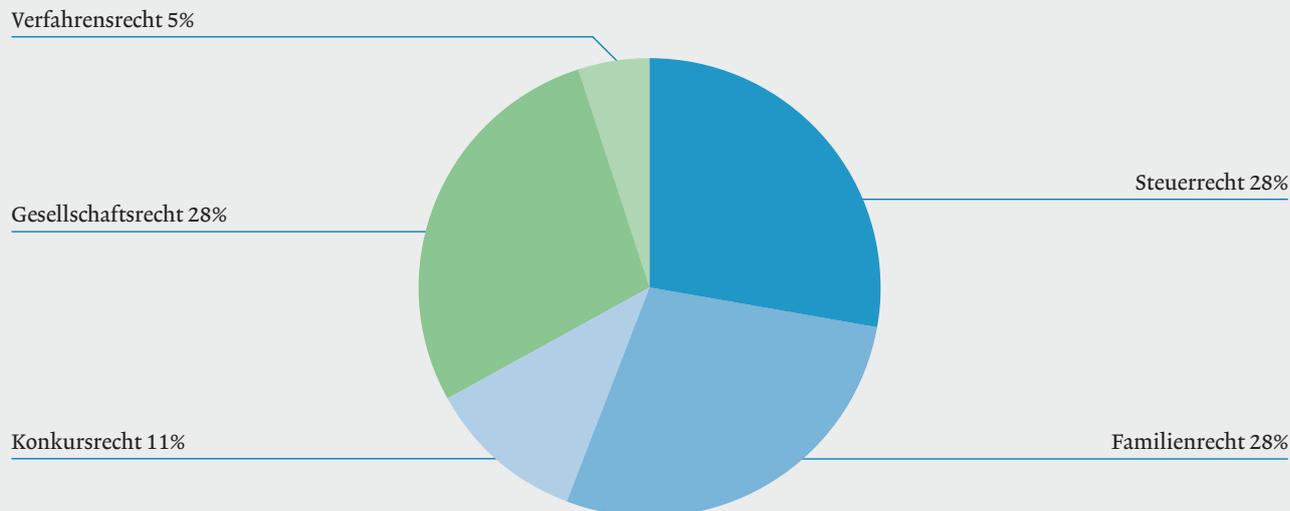
2.1 Konsequenzen der Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise. Die grossen Schlachten in der Bewertungslehre sind geschlagen. Anerkannt ist, dass nur ein Zukunftserfolgswert den Unternehmenswert sachgerecht repräsentiert. Dieser ermittelt sich aus den risikoäquivalenten finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjekts. Dabei kann es sich um Ertragsüberschüsse (Gewinne) oder Zahlungsüberschüsse (Cashflows) handeln. Ertragswertverfahren und DCF-Modelle führen bei denselben Annahmen zu denselben Ergebnissen.

In der deutschsprachigen Bewertungslehre wird derzeit vor allem diskutiert, welche Konsequenzen aus der Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise für die Bewertung zu ziehen sind. Ausgangspunkt sind die volatilen Aktienmärkte der vergangenen Krisenjahre und ein stetig sinkender Basiszins [5]. Letzterer führt ceteris paribus zu steigenden Unternehmenswerten und hatte gerade 2011 die stossende Konsequenz, dass die Preise (Aktienkurse) zwar fielen, die Unternehmenswerte zumindest rechnerisch jedoch stiegen [6]. Sofern man davon ausgeht, dass sich die realen Renditeforderungen der Investoren nicht reduziert haben – diese also nach der Krise nicht mit «weniger» zufrieden sind als davor – ist zu überlegen, die Kapitalkosten anzupassen. Verträglich mit dem *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* kann dies durch einen Zuschlag auf die empirisch ermittelten Marktrisikoprämien geschehen. Dies wird von Vertretern des Berufsstands in Deutschland und Österreich derzeit ausdrücklich empfohlen [7]. Fraglich ist, ob dies angesichts derzeit haussierender Aktienmärkte nicht schon wieder überholt ist. Die damit angestossene Diskussion um «atmende» Marktrisikoprämien wird hingegen weiterzuführen sein.



TOBIAS HÜTTICHE,
 PROF. DR., CVA,
 WIRTSCHAFTSPRÜFER,
 STEUERBERATER (D),
 LEITER INSTITUT
 FÜR FINANZMANAGEMENT,
 HOCHSCHULE FÜR
 WIRTSCHAFT FHNW, BASEL

Abbildung 1: **IN URTEILEN DES BUNDESGERICHTS ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG BETROFFENE RECHTSGEBIETE**
1984 bis 2014



Vereinzelte wird in der Praxis auch der Basiszins auf ein als «normal» empfundenen Mass angepasst [8]. Dieser Weg ist so pragmatisch wie problematisch [9]: Das als «normal» empfundene Zinsniveau hängt auch von der jeweiligen Erwerbsbiographie ab. Wer in den 1980ern zu arbeiten begonnen hat, ist an höhere Zinssätze gewohnt als Berufskollegen, die zwanzig Jahre später begannen.

2.2 Aktuelle Entwicklungen in der Rechtsprechung. Das Gesetz knüpft eine ganze Reihe von Ansprüchen an den Unternehmenswert [10]. Unternehmensbewertung ist im Wesentlichen – Bestimmung der Bewertungsmethode und der bewertungsrelevanten Faktoren – auch eine Rechtsfrage [11]. In den vergangenen dreissig Jahren sind rund zwanzig Entscheidungen des Bundesgerichts zu Fragen der Unternehmensbewertung ergangen, davon über die Hälfte seit 2004. Die Parteien werden erkennbar streitlustiger, jeder Berater sollte also um die Anwendung möglichst gerichtsfester Bewertungsverfahren besorgt sein.

Abbildung 1 gibt einen Überblick über die jeweils betroffenen Rechtsgebiete.

Die Rechtsprechung nahm dabei eine bemerkenswerte Entwicklung: Bereits mit Urteil vom 26. Juli 1994 und präzisierend dem Entscheid vom 3. April 2001 stellte das Bundesgericht fest, dass der «wahre Aktienwert» grundsätzlich ein Fortführungswert sei, der unter Einschluss von Ertrags- und Substanzwert berechnet werden müsse [12]. Noch im Entscheid vom 15. April 2010 galt das Praktikerverfahren als *Best Practice* [13]. In der eingangs erwähnten Entscheidung vom 18. September 2013 stellt das Bundesgericht dieses jedoch zur Disposition. Danach sei eine Abweichung davon erforderlich sofern:

→ Spezifischere Methoden existieren und diese zu einem sachgerechteren Ergebnis führen oder → das Praktikerver-

fahren zu keinem betriebswirtschaftlich befriedigenden Ergebnis führt oder → atypische Konstellationen vorliegen (bspw. eine Abspaltung), deren Besonderheiten vom KS 28 nicht erfasst werden.

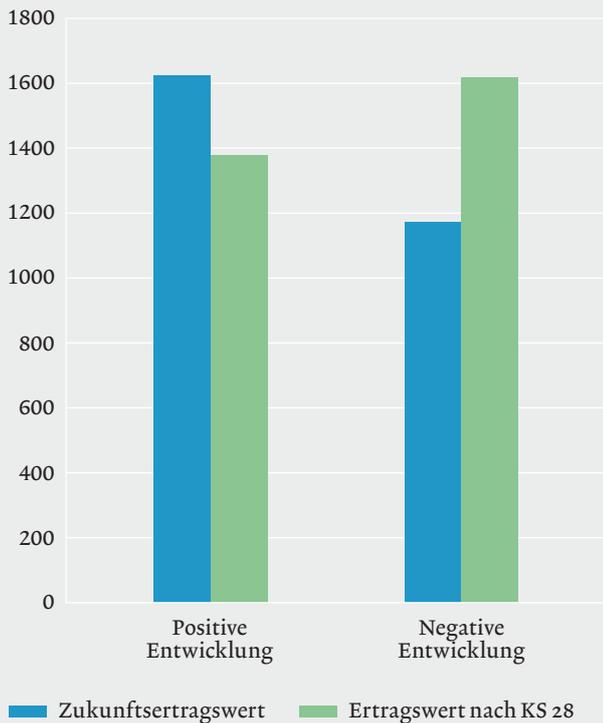
Das fragliche Urteil erging zwar zur Bewertung von Beteiligungen, die durch Kapitalgesellschaften gehalten werden, und für Fragen der Gewinnsteuer. Allerdings sind die Bedenken des Bundesgerichts grundsätzlicher Natur, so dass der Entscheid auch auf andere Konstellationen ausstrahlen kann.

2.3 Konsequenzen für die Praxis der Bewertung von KMU. Nach dem Entscheid des Bundesgerichts wird man das Praktikerverfahren nicht mehr unreflektiert und mit Verweis auf die steuerliche Anerkennung anwenden können. Es ist vielmehr in einem ersten Schritt zu prüfen, ob seine Anwendung zu einem betriebswirtschaftlich unbefriedigenden Ergebnis führt. Davon wird dann auszugehen sein, wenn die Ergebnisse wesentlich von denen eines anerkannt «richtigeren» Zukunftserfolgsverfahrens abweichen. Abschnitt 3 zeigt die Grenzen des Praktikerverfahrens auf und gibt Hinweise für eine Plausibilisierung sich daraus ergebender Anteilswerte. Spricht dies für die alternative Berechnung eines Zukunftserfolgsverfahrens, werden in Abschnitt 4 Hinweise gegeben, wie die Spezifika von KMU dabei berücksichtigt werden können.

3. GRENZEN DES PRAKTIKERVERFAHRENS

3.1 Vergangenheitsorientierung. Nach KS 28 wird der Ertragswert – je nach Modell – aus den modifizierten Reingewinnen von zwei oder drei Vorjahren abgeleitet. Damit werden die Verhältnisse der Vergangenheit in die Zukunft – und zwar formal ewig – fortgeschrieben [14]. Bei stabilen Verhältnissen mögen vergangene Jahre für die kommenden

Abbildung 2: **BEWERTUNGSDIFFERENZEN**



Dabei wird eine Zahlungsreihe angenommen, die bei *positiver Entwicklung* über fünf Jahre (01 bis 05) von 110 auf 150 GE (Geldeinheiten) steigt, bei *negativer Entwicklung* von 150 GE auf 110 GE fällt. Bewertungsstichtag ist der 31.12.02. Die Berechnung des Ertragswerts KS 28 erfolgt auf Basis von zwei (gewichteten) Vorjahresgewinnen (Jahr 01 und 02). Der Zukunftsertragswert zinst die drei auf den Bewertungsstichtag folgenden Überschüsse ab und schreibt den letzten Wert als ewige Rente fort. Die Kapitalkosten werden jeweils identisch mit 8% (dem für den 31.12.2013 massgeblichen steuerlichen Satz) angenommen.

repräsentativ sein. Steigen oder fallen die finanziellen Überschüsse, gilt etwas anderes. Je nach Entwicklung können sich erhebliche Unterschiede zu einer zukunftsorientierten Rechnung ergeben.

Abbildung 2 zeigt in einem einfachen Beispiel diese Differenzen für zwei unterschiedlich angenommene Profile der finanziellen Überschüsse. Bei identischen (und stark vereinfachten) Annahmen ergibt sich allein aus der jeweils unterschiedlichen Optik eine Bewertungsdifferenz von 20 bis 40% zum Zukunftserfolgswert.

Bereits an diesem stark vereinfachten Beispiel wird deutlich, wie unterschiedlich die Verfahren auf jeweils unterschiedliche Entwicklungen reagieren: Das Praktikerverfahren zeigt diese nur verzögert auf. Bei sinkenden Überschüssen zehrt der Wert von den guten Jahren der Vergangenheit, steigende Überschüsse werden noch nicht berücksichtigt. Im Vergleich dazu scheint der Zukunftserfolgswert zu überzeichnen.

Auf einen weiteren Aspekt ist hinzuweisen: Mit der Fortschreibung der Vergangenheit wird unterstellt, dass auch die Ertragskraft des Unternehmens fortbesteht bzw. im Veräusserungsfall auch übertragbar ist. Gerade bei KMU ist aber

Abbildung 3: **KAPITALKOSTEN KOTIERTER UNTERNEHMEN VS. KS 28**
in %

Periode	2009	2010	2011	2012	2013
Eigenkapitalkosten kotierte Unternehmen	10,40	10,20	9,50	9,80	9,40
Kapitalisierungszinssatz nach Kursliste ESTV	9,00	8,50	8,50	7,50	8,00

die Person des Eigentümers für den Erfolg des Unternehmens entscheidend und die Übertragbarkeit der Ertragskraft die zentrale Frage. Die steuerliche Bewertungspraxis nach Massgabe des KS 28 nimmt hierauf nur auf Antrag in der Weise Rücksicht, als Ertrags- und Substanzwert je einfach gewichtet werden [15].

3.2 Berücksichtigung des Risikos. KS 28 berücksichtigt das Risiko vorrangig im Zinsfuss. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich zusammen aus dem Zinssatz für risikolose Anlagen und einer festen Risikoprämie. Begrifflich bewegt man sich damit zwar in Richtung Kapitalmarkttheorie, fällt inhaltlich jedoch aus den gängigen Modellen heraus.

Als risikofreier Zins gilt der durchschnittliche 5-Jahres-Swapsatz für einen Schweizer Franken der Steuerperiode, derzeit also rund 1%. Methodisch ist man hier nicht auf dem aktuellen Stand der Bewertungslehre. Danach sollte – wie auch zur Barwertberechnung eine schwankende Zahlungsreihe aufaddiert wird – der risikofreie Zins kongruent aus einer Zinsstrukturkurve abgeleitet werden [16]. Dieser folgend, liegt der Basiszins bei einer angenommenen Lebensdauer jenseits von 30 Jahren bei deutlich über 1% [17]. Ferner fließen mit der Verwendung von Swapsätzen auch Prämien für Kreditrisiken ein, was aus theoretischer Sicht nicht gewünscht ist [18].

Wenig begründet ist auch die im KS 28 angesetzte Risikoprämie. Diese soll mit 7% einer angemessenen Überrendite, dem allgemeinen Unternehmensrisiko sowie der eingeschränkten Marktfähigkeit Rechnung tragen. Dabei wird die allgemeine Risikoprämie bei einer unterstellten langfristigen Haltedauer mit 4% angesetzt und das Risiko kleiner Gesellschaften mit weiteren 3%. Weitere Ausführungen – etwa wie die Zuschläge ermittelt und welche Risiken damit genau erfasst werden – fehlen [19].

Abbildung 3 stellt den sich nach KS 28 für KMU massgebenden Kapitalisierungszinssatz denjenigen Kapitalkosten gegenüber, die im Vergleichszeitraum von kotierten Schweizer Unternehmen verwendet wurden [20].

Nochmals sei angemerkt: Niedrigere Zinssätze führen c. p. zu höheren Unternehmenswerten. Die Unterschiede sind umso beachtlicher, als nur die Hälfte der kotierten Unternehmen einen Zuschlag für die (geringe) Unternehmensgrösse verwenden [21]. Bei durchgängigem Ansatz eines an KMU angepassten Premiums dürften die Unterschiede noch grösser ausfallen [22].

Abbildung 4: **BUCHHALTERISCHE RENDITE VS. KAPITALKOSTEN**

Bilanzielles Eigenkapital	Gewinn	Eigenkapitalrendite	Eigenkapitalkosten	Anteiliger Substanzwert ¹	Anteiliger Zukunftserfolgswert ²
1000	300	30,00%	10,00%	333	1000
2000	200	10,00%	10,00%	667	667
3000	100	3,33%	10,00%	1000	333

¹ vereinfacht als $\frac{1}{3}$ des bilanziellen Eigenkapitals

² vereinfacht als $\frac{1}{3}$ der mit den Eigenkapitalkosten berechneten ewigen Rente der Gewinne

3.3 Substanzbezogenheit. Die Substanz eines Unternehmens ist bewertungsrelevant. Das ist unbestritten. Die Bewertungslehre interpretiert die vorhandene *betriebsnotwendige* Substanz als ersparte künftige Auszahlungen: Was da ist, muss nicht beschafft werden, die Liquidität steht u. a. für Ausschüttungen zur Verfügung. *Nicht betriebsnotwendige* Substanz kann hingegen veräussert werden und wird mit ihrem Nettoliquidationswert dem Unternehmenswert zugeschlagen.

Beim Praktikerverfahren hat der Substanzwert eine eigenständige Bedeutung. Er geht zu einem Drittel in den Anteilswert ein. Die gewöhnlich dafür zu findenden Rechtfertigungen (Sicherheitsnetz, Wertuntergrenze, verlässliche Werte, Transparenz und Verständlichkeit) sind betriebswirtschaftlich kaum haltbar. Die ursprüngliche Begründung wird dabei häufig vergessen: Die Einrechnung der Substanz soll den Ertragswert relativieren und damit die Konkurrenzgefahr, denen rentable Unternehmen ausgesetzt sind, berücksichtigen [23].

Ob die Einrechnung des Substanzwerts den Wert verzerrt, wird man genau erst nach einer vollständigen Rechnung der Alternativen wissen. Eine Überschlagsrechnung gibt jedoch erste Hinweise. Dazu reicht es aus, die buchhalterische Eigenkapitalrendite mit den alternativ beim Zukunftserfolgswert zu verwendenden Eigenkapitalkosten zu vergleichen. Wie *Abbildung 4* für drei Varianten zeigt, verhalten sich buchhalterische Rendite und Eigenkapitalkosten invers zur Relation Substanz- und Zukunftserfolgswert.

Soweit also die buchhalterische Rendite auf das Eigenkapital von den alternativ anzusetzenden Eigenkapitalkosten abweicht, fallen auch anteiliger Substanzwert und anteiliger Zukunftserfolgswert auseinander. Der insgesamt nach KS 28 berechnete Anteilswert wird dadurch verzerrt. Sind stille Reserven vorhanden, verstärkt sich dieser Effekt noch.

3.4 Zwischenergebnis. Die Eigenheiten des Praktikerverfahrens führen dazu, dass die nach dieser Methode berechneten Unternehmenswerte von Zukunftserfolgswerten abweichen können. Dies ist bei der Methodenwahl zu berücksichtigen. Wie gross der Unterschied nun genau ist, weiss man erst nach einer exakten Berechnung. Eine erste überschlägige Beurteilung – Analyse der Entwicklung des Unternehmens, Vergleich der Kapitalkosten bzw. sowie Vergleich von Kapitalkosten mit der buchhalterischen Eigenkapitalrendite – vermag Hinweise zu geben.

Im Weiteren wird darauf eingegangen, wie die Besonderheiten eines KMU bei der Bewertung berücksichtigt werden können.

4. BERÜCKSICHTIGUNG AUSGEWÄHLTER BESONDERHEITEN VON KMU BEI DER BEWERTUNG

4.1 Berücksichtigung der übertragbaren Ertragskraft. Der Erfolg von KMU ist häufig von einzelnen Personen bzw. der Familie des Unternehmers bestimmt. Die Ertragskraft ist in diesen Fällen nur eingeschränkt auf einen Erwerber übertragbar.

Die Personen- bzw. Familienbezogenheit des Erfolgs muss bereits bei der Erstellung der Planungsrechnung berücksichtigt werden [24]. Dazu kann wie folgt vorgegangen werden [25]:

1. Zunächst ist zu untersuchen, welche personen- oder familienbezogenen Faktoren sofort wegfallen werden (bspw. unentgeltliche Überlassung von Vermögen oder Mitarbeit) und welche sich erst über einen bestimmten Zeitraum reduzieren (bspw. Kundenbeziehungen, Kreativität, technisches Know-how).
2. Da dieser Abschmelzungsprozess vollständig abgebildet werden muss, ist der Detailplanungszeitraum an diesem Horizont auszurichten. Häufig wird es nötig sein, erheblich mehr als die üblichen drei bis fünf Jahre im Detailplanungszeitraum abzubilden.
3. Schliesslich gilt es, diese Faktoren zu quantifizieren und in einer integrierten Planung zu verarbeiten. Hier kann zwischen Detailplanungszeitraum und Residualwertberechnung durchaus auch eine gröber gekörnte Planungsphase eingezogen werden.

Abbildung 5 stellt wesentliche Einflüsse und mögliche Anpassungen der Planungsrechnung dar [26].

Bei konsequenter Anwendung dieses Ansatzes ist es denkbar, dass der Wert vieler Kleinstunternehmen auf den Liquidationswert zurückfällt:

Beispiel: A und B betreiben gemeinsam eine Fahrschule mit zwei angestellten Fahrlehrern. A scheidet aus der Gesellschaft aus und eröffnet im gleichen Quartier eine neue Fahrschule. Die Statuten sehen seine Abfindung zum «wahren Wert» vor. Die Umsatzerlöse entfallen aufgrund persönlicher Kontakte zu 60% auf A, 20% auf B und 20% auf die angestellten Fahrlehrer. Übertragbar sind in diesem Fall nur 20% der

Abbildung 5: **FAMILIEN- UND PERSONENBEZOGENE EINFLÜSSE UND DEREN BERÜCKSICHTIGUNG**

Familien- und personenbezogene Einflussfaktoren	Berücksichtigung bei der Bewertung
Beziehungen zu Kunden und Lieferanten	Reduzierung der Umsatzerlöse, Anpassung von Lieferkonditionen
Technisches Know-how, Kreativität	Ansatz von marktüblichen Lizenz-, Patent- oder Beratungskosten
Führungsqualitäten, Netzwerk	Planung von Qualifizierungskosten für Schlüsselpersonal
Subjektive Investitionsentscheide («Bauch»)	Kritische Überprüfung der Investitionen, der Abschreibungen
Unangemessene Geschäfte mit Nahestehenden	Ansatz von marktüblichen Konditionen und Preisen
Überlassung von Vermögen	Anpassung von Miet- und Leasingkosten, Lizenzgebühren
Darlehen von Familienmitgliedern	Anpassung des Zinsergebnisses ggf. der Kapitalstruktur
Sicherheiten, Bürgschaften, Haftungsübernahme	Ergänzung der Planung um Aval- und ähnliche Gebühren

Ertragskraft und nur diese Umsatzerlöse sind bewertungsrelevant. Sofern der Ertragswert danach negativ ist oder unter dem Liquidationswert liegt, wäre nur Letzterer für die Abfindung massgeblich.

4.2 Berücksichtigung einer beschränkten Lebensdauer.

Standardbewertungsmodelle gehen von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen aus. Der Wertbeitrag jenseits der detailliert geplanten finanziellen Überschüsse (bezeichnet als Restwert, Residualwert oder *terminal value*) ist er-

heblich. Zwar handelt es sich rechnerisch um eine «ewige» Rente, bei Zinssätzen zwischen 5 und 10% entspricht dies jedoch «nur» einer Lebensdauer von 80 bis 120 Jahren [27]. Die Statistik zeigt, dass nur sehr wenige Unternehmen dieses geeignete Alter erreichen und ein Grossteil der Unternehmen bereits vor ihrem 40. Lebensjahr wieder vom Markt verschwindet.

Ist die Lebensdauer von Unternehmen bereits konzeptionell beschränkt (etwa bei Projektgesellschaften), kann dies in der Planung berücksichtigt werden. Gleiches gilt, wenn

die Einstellung der Unternehmenstätigkeit bereits beschlossen ist oder angesichts der wirtschaftlichen Lage unausweichlich erscheint. Geht es nur um die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz, könnte der Zinssatz dieses Risiko als «negative Wachstumsrate» berücksichtigen [28]. Dies mag auf den ersten Blick einleuchtend sein, indes bleiben Fragen offen (bspw. Ermittlung der Ausfallwahrscheinlichkeiten bei KMU). In jedem Fall ist darauf zu achten, dass keine Doppelerfassung des Insolvenzrisikos im Zähler und Nenner erfolgt. Wird bspw. die Personenbezogenheit des Erfolgs ausreichend berücksichtigt (siehe obiges Beispiel), wird damit bereits eine wesentliche Insolvenzursache im Zähler berücksichtigt.

4.3 Berücksichtigung nicht betriebsnotwendiger Liquidität. Dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen muss bei der Bewertung besondere Beachtung geschenkt werden. Dies gilt besonders bei KMU, wo die Trennlinie zwischen unternehmerischer und privater Vermögenssphäre mitunter verschwimmt. Besondere Beachtung verdient die betriebsnotwendige Liquidität. Gemeinhin wird deren Verzinsung zu den Kapitalkosten angenommen, die Kasse hat dann einen Kapitalwert von Null. Unterstellt wird dabei jedoch ein effizienter Einsatz der Liquidität (Cash-Management-Systeme), der bei KMU nicht ohne Weiteres angenommen werden kann [29]. Hier sind detailliertere Analysen erforderlich [30]. Als grobe Richtschnur werden etwa 0,5 bis 2% des Umsatzes als Reservebestand gelten können [31]. Die nicht betriebsnotwendige Liquidität wird dem Anteilswert zum Nominalwert zugeschlagen. Die betriebsnotwendige Liquidität sollte hingegen – in Abweichung von den Text-Book-Formeln – dem Working Capital zugeschlagen werden [32], ihr Aufbau senkt also den Unternehmens- und Anteilswert.

4.4 Berücksichtigung der besonderen Risiken bei KMU. Bei Bewertungsfragen im Zusammenhang mit kotierten Unternehmen wird mehrheitlich auf das CAPM zurückgegriffen, das eine handliche und charmante Bestimmungsgleichung für den Risikozuschlag liefert. Die für die Berechnung erforderlichen Kapitalmarktdaten sind in diesen Fällen problemlos erhältlich.

Einigkeit besteht wohl darin, dass die Verhältnisse von KMU – die des Unternehmens wie des Unternehmers – nicht sämtlich im Einklang mit den Annahmen des CAPM stehen [33]. Unter dem Stichwort *skalierte Unternehmensbewertung* wird daher für eine «zweckmässige Anwendung» [34] der Bewertungslehre geworben. Uneins ist man sich jedoch, an welcher Stelle man *zweckmässig* den theoretischen Pfad verlassen soll. Im Wesentlichen werden derzeit – mit abnehmender Modelltreue – folgende Ansätze vertreten:

1. Der von *Damodaran* 2002 erstmals publizierte Total Beta-Ansatz berücksichtigt die mangelnde Diversifikation der Eigentümer und nutzt die Vorteile der Objektivierung einer kapitalmarktgestützten Ableitung des Risikozuschlags [35].
2. Das vor allem von *Ibbotson Associates* entwickelte Build-Up-Modell ersetzt das im CAPM verwendete Beta durch einen Zuschlag für das Branchenrisiko, die Unternehmensgrösse und unternehmensspezifische Risiken. Ähnliche Modelle,

die Zuschläge zwar quantitativ, aber ausserhalb des CAPM ableiten, werden in jüngerer Zeit auch von deutschsprachigen Praktikern vertreten [36].

3. Verschiedentlich wird vorgeschlagen, das Risiko im Allgemeinen [37] oder den Beta-Faktor im Speziellen [38] aufgrund von qualitativen Faktoren (zwangsläufig subjektiv) zu schätzen. Zu deren «Berechnung» bedarf es lediglich der Grundrechenarten und man bewegt sich ausserhalb der bekannten Modellwelt.

Die ganz überwiegende Zahl der KMU-Bewertungen wird wohl den dritten Weg gehen. Dies liegt vermutlich nicht an dessen Überlegenheit, sondern seiner Einfachheit. Die subjektive Schätzung von Risikozuschlägen ist insbesondere bei der Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten – etwa im Rahmen der Beratungsfunktion – noch unproble-

«Kurz gesagt: Multiplikatoren vereinfachen (zu) viel und ersetzen keine Unternehmensbewertung.»

matisch. Eine qualitative Herleitung mag auch der Verständlichkeit und damit Akzeptanz der Bewertung bei den Adressaten dienen. Etwas anderes gilt bei der Berechnung objektiverer Werte, also im Rahmen von Trennungsvereinbarungen oder anderen vermögensrechtlichen Auseinandersetzungen. Hier ist mit Blick auf eine mögliche gerichtliche Überprüfung zu Transparenz und Nachvollziehbarkeit, mithin zu mehr Marktdaten und Modellen zu raten, als zum blossen Bauchgefühl.

Wie auch immer: Risiken dürfen natürlich nicht doppelt erfasst werden. Bei sachgerechter Planung der finanziellen Überschüsse «über dem Strich» werden die wesentlichen Risiken (Übertragbarkeit der Ertragskraft, Insolvenz etc.) bereits dort erfasst. Für eine nochmalige Berücksichtigung «unter dem Strich» – in Form eines Zuschlags auf den Zinssatz – ist dann kein Raum.

4.5 Abschliessend: Multiplikatoren. Ist von der Bewertung von KMU die Rede, sind Multiplikatoren nicht weit. Da nur bei wenigen KMU plausible Planungsrechnungen vorliegen, wird häufig ein schneller Blick ins Internet geworfen und die dort frei verfügbaren Tabellen zu Rate gezogen. Auf eine grundlegende Kritik sei an dieser Stelle verzichtet, sondern nur Hinweise gegeben:

1. Multiplikatoren vereinfachen nicht die Wert-, sondern die Preisfindung.
2. Hier sind Multiplikatoren aus tatsächlich erfolgten Verkäufen sicher hilfreich, allerdings sind für über 70% aller KMU-Transaktionen keinerlei Daten erhältlich [39].
3. EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren sind vom Rechnungslegungsstandard abhängig. Konservativ nach Obligationenrecht (OR) bilanzierende Unternehmen laufen Gefahr, unter Wert verkauft zu werden, wenn man sie mit Vielfachen bewertet, die aus einer progressiveren Rechnungslegungswelt kommen.

Kurz gesagt: Multiplikatoren vereinfachen (zu) viel und ersetzen keine Unternehmensbewertung.

5. FAZIT

1. Nach dem Entscheid des Bundesgerichts vom 13. September 2013 sollte man das Praktikerverfahren nicht mehr unreflektiert bei der Bewertung von KMU anwenden.
2. Eine Bewertung nach Massgabe des KS 28 schreibt methodisch die Vergangenheit fort, ist substanzorientiert und verwendet einen vergleichsweise niedrigen Zinssatz.
3. Dies führt – im Vergleich zu den Standardverfahren – zu einer systematischen Über- oder Unterbewertung. Dafür typische Konstellationen wurden vorgestellt.

4. DCF- oder Ertragswert-Modelle müssen die Besonderheiten von KMU berücksichtigen. Wesentlich sind dabei die Analyse der tatsächlich übertragbaren Ertragskraft und die Planung der betriebsnotwendigen Liquidität.
5. Je umfassender die Risiken in der Planung der finanziellen Überschüsse berücksichtigt werden, desto weniger sind Zuschläge auf den Zinssatz erforderlich. Die Bewertung wird dadurch transparent, nachvollziehbar und objektiviert.
6. Multiplikatoren sind zur Preisfindung im KMU-Umfeld beliebt, ihre empirische Fundierung dort jedoch gering. Sie vereinfachen (zu) viel und ersetzen keine Unternehmensbewertung. ■

Anmerkungen: 1) Jüngst etwa Wellis, Achilles: Praktische Anwendung von Bewertungsmethoden bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz, *BewP* 2/2012, S. 61–68, S. 62. 2) Siehe bspw. Lanz, Arnold H./Bolfing, Albert: Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, Muri b.B. 2005, S. 77 f. 3) Käfer, Karl: Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Festgabe Otto Juzi, 1946, S. 71–98, S. 90. 4) BGer, Urteil vom 18. September 2013 (2C_309/3012), 3.6. 5) Siehe Kemper, Thomas/Ragu, Bastian/Rüthers, Torben: Eigenkapitalkosten in der Finanzkrise, *DB* 12/2012, S. 645–650, S. 648 f. 6) Siehe nur Zeidler, Gernot/Tschöpel, Andreas/Bertram, Ingo: Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise, in: *Corporate Finance* biz 2/2012, S. 70–80, S. 70 f. 7) Siehe Fachausschuss Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW: Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktcrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, Beschluss vom 19. 9. 2012; Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder vom November 2012; zumindest prüfenswert für die Schweiz sieht dies KPMG (Hrsg.): Kapitalkostenstudie 2013, o.O., 2013, S. 24 f. 8) Siehe Hütche, Tobias: Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz, *ST* 4/2012, S. 208–2012, S. 208 f. 9) Siehe Damodaran, Aswath: What is the riskfree rate? A search for the basic building block, working paper, New York 2008, S. 27; Metz, Volker: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2007, S. 59 f. 10) Bspw. stellen das Güterrecht (Art. 211 ZGB), Erbrecht (Art. 474 ZGB), Gesellschaftsrecht (Art. 685 b OR und Art. 821 Abs. 3 sowie Art. 825 Abs. 1 OR) und Steuerrecht (Art. 14 Abs. 1 StHG) auf den wahren bzw. wirklichen Wert oder Verkehrswert ab. 11) Siehe Schön, Etienne: Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Bern 2000, S. 237. 12) Siehe Urteil des BGer vom 26. Juli 1994 (BGE 120 II 259, S. 261) sowie vom 3. April 2001 (4C.363/2000, 2.c); weitergehend auch Flückiger, Andreas: Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung, *ST* 2003/4, S. 263–266, S. 264 f. 13) Siehe Urteil des BGer vom 15. April 2010 (2C_504/2009) 3.3. 14) Zwar können ausserordentliche, am Stichtag bereits vorhandene zukünftige Verhältnisse (bspw. Umstrukturierungen mit nachhaltigen Folgen für den Ertragswert) berücksichtigt werden, jedoch nicht konjunkturelle Schwankungen oder Entwicklungen auf den Rohstoff-, Geld- und Kapitalmärkten; siehe Kommentar 2013 zum Kreisschreiben Nr. 28, Ausführungen zu N 8. 15) Siehe Kommentar 2013 zum Kreisschreiben Nr. 28, Ausführungen zu N 5. 16) Siehe Dehmel,

Inga/Hommel, Michael: Äquivalenzanforderungen in der Unternehmensbewertung, in: Petersen, Karl/Zwirner, Christian/Brösel, Gerrit: *Handbuch Unternehmensbewertung*, Köln 2013, S. 119–136, N. 9 f. 17) Siehe Schweizerische Nationalbank: Statistische Publikationen, Zinssätze und Devisenkurse Stand Juni 2014, <http://www.snb.ch/de/about/stat/stat/pub/akziwe/stats/akziwe>, abgerufen am 7.7.2014. 18) Siehe Reese, Raimo/Wiese, Jörg: Die kapitalmarktorientierte Ermittlung des Basiszinses für die Unternehmensbewertung, in: *ZBB* 2007, S. 38–52, S. 43. 19) Siehe Widrig, Marcel/Schneller, Thomas/Wigger, Stefan: Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert, *ST* 2009/5, S. 364–368, S. 366. 20) Siehe KPMG, Kapitalkostenstudie 2013, S. 30. 21) Siehe KPMG, Kapitalkostenstudie 2013, S. 29. Die Unterschiede beim Basiszins fallen jedenfalls derzeit nicht ins Gewicht. Dieser wird mit durchschnittlich 1,3% angenommen (gegenüber 1% nach KS Nr. 28). 22) Cheridito/Schneller empfehlen ein small cap premium von bis zu 4% (Cheridito, Yves/Schneller, Thomas: Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, *ST* 2008/6–7, S. 416–422, S. 421), Loderer/Wälchli ermitteln Abschläge von bis zu 41%, was bei Kapitalkosten von 10% einem Zuschlag von rund 6,5% entspricht (Loderer, Claudio/Wälchli, Urs; *Handbuch der Bewertung*, Band 2, 5. Auflage 2010, S. 440). 23) Schmalenbach – dem dieser Ansatz zugeschrieben wird – sah die alleinige Berücksichtigung des Ertragswerts als nicht zulässig an, da dies die Konkurrenzgefahr nicht berücksichtige. Der um den Substanzwert relativierte Ertragswert bilde danach den «Zukunftsertragswert mit Berücksichtigung der Konkurrenzgefahr», siehe Schmalenbach, Eugen: *Beteiligungsfinanzierung*, 9. Auflage 1966, S. 67 f. 24) Siehe Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Herausforderungen bei der Bewertung von KMU – Entnahmeplanung, *DStR* 4/2014, S. 158–163, S. 160 f.; Schütte-Biastoch, Sonja: Unternehmensbewertung von KMU, Wiesbaden 2011, S. 133 f.; Behringer, Stefan: Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe, 5. Auflage, Köln 2012, S. 248 ff. 25) Siehe Ihlau, Susann/Duscha, Hendrik/Gödecke, Steffen: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013, S. 118 ff.; Behringer, Stefan: Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe, 5. Auflage, Köln 2012, S. 248 ff.; BStBK, Hinweise der Bundessteuerberaterkammer zu den Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgrosser Unternehmen, S. 7 ff.; sowie gleichlautend IDW, IDW-Praxisinweis 1/2014, IDW-FN 4/2014, S. 282 ff. 26) Siehe Ihlau, Susann/Duscha, Hendrik/Gödecke, Steffen: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013, S. 119; ähnlich Schoberth, Joerg/Ihlau, Susann: Besonderheiten und Handlungsempfehlungen bei der Bewertung

von Familienunternehmen, *BB* 39/2008, S. 2114–2119, S. 2199. 27) Siehe Frühling, Volker: Unternehmensbewertung und ewige Rente, *FB* 4/2009, S. 200–203, S. 201. 28) Siehe bspw. Gleissner, Werner: Der Einfluss der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) auf den Unternehmenswert und die Eigenkapitalkosten, in: *Corporate Finance* biz 4/2011, S. 243–251, S. 247; IACVA: Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen – Die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, *BewP* 1/2011, S. 12–22, S. 18. 29) Siehe Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Nicht betriebsnotwendiges Vermögen in der Unternehmensbewertung, *BB* 15/2014, S. 875–879, S. 877. 30) Dies gilt für Käufer wie Verkäufer; siehe auch Romy, Claude: Zeitgemäss präsentierte Jahresabschlüsse: Ein Aktivposten für KMU, *ST* 4/2014, S. 255. 31) Siehe Ernst, Dieter/Schneider, Sonja/Thielen, Bjoern: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 5. Auflage, Stuttgart 2012, S. 144. 32) Siehe bspw. die Hinweise von Creutzmann mit Verweis auf Damodaran, *Bewertungsfall-Service*, *BewP* 2/2007, S. 15–18, S. 15. 33) Siehe nur Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Herausforderungen bei der Bewertung von KMU – Risikozuschlag, *DStR* 10/2014, S. 488–493, S. 489 f. 34) Zwirner, Christian: Unternehmensbewertung von KMU, *DB* 2013, S. 1797–1802, S. 1802. 35) Siehe Damodaran, Aswath: *Investment Valuation*, New York 2002, S. 667 f.; Dörschell, Andreas/Franken, Lars/Schulte, Jörn: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Düsseldorf 2012, S. 371; Balz, Ulrich/Bordemann, Heinz-Gerd: Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mit Hilfe des CAPM, *Arbeitspapier* 1/2007, Abschnitt IV. 36) Siehe bspw. Gleissner, Werner/Ihlau, Susann: Die Berücksichtigung von Risiken von nicht börsennotierten Unternehmen und KMU im Kontext der Unternehmensbewertung, *CFbiz* 6/2012, S. 312–318, S. 313 ff. 37) Beispielfall sei das für die Bewertung von kleinen und mittleren Handwerksbetrieben von der Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk entwickelte AWH-Verfahren genannt, das insgesamt zehn (!) Zuschläge (u. a. für Kundenabhängigkeit, Ausstattungsniveau und «sonstige Risiken») vorschlägt; zur Analyse des Verfahrens siehe auch Schempp, Andreas Conrad: Unternehmensbewertung im Handwerk, München 2012, S. 45 ff. 38) Siehe bspw. Festel, Gunter: Bewertung von High-Tech-Start-ups durch systematische Anpassung des Betafaktors, *CFbiz* 3/2010, S. 175–178, S. 175 der ein Bewertungsraster mit 20 Merkmalen zur qualitativen Bestimmung des Beta-Faktors vorstellt. 39) Siehe Deloitte: Schweizer KMU M&A Aktivitäten im Jahr 2013, S. 2.