

# DOS UND DON'TS BEI DER BEWERTUNG VON KMU

## Fehler bei der Unternehmensbewertung und wie man sie vermeidet

**Unternehmensbewertungen werden zunehmend kritisch überprüft, von Berufskollegen, Rechtsanwälten und Gerichten. Eine Unternehmensbewertung ist nicht wiederholbar. Ein einmal ausgefertigtes Gutachten kann nicht «zurückgeholt» werden, daher gilt es, Fehler zu vermeiden. Der Beitrag gibt dazu Hinweise.**

### 1. EINLEITUNG

Unternehmensbewertung ist eigentlich unmöglich, denn der Kaufmann zahlt nur für die Zukunft – und die ist ungewiss. Wie Prognosen können auch Unternehmensbewertungen falsch sein. Das Bundesgericht (BGer) hat jüngst entschieden, dass enttäuschte Werterwartungen bei einem Unternehmenskauf einen Grundlagenirrtum begründen können [1]. Im entschiedenen Fall wurden u. a. Fehler in der vom Berater des Käufers erstellten Bewertung geltend gemacht («Mängel bezüglich der allgemein anerkannten Bewertungsmethoden» [2]). Die sich daraus ergebenden Haftungsrisiken für Bewertende liegen auf der Hand.

Der Beitrag geht auf häufige Fehler bei der Bewertung von KMU ein und gibt Hinweise, wie man diese vermeiden kann.

### 2. FEHLER BEI DER MANDATSANNAHME

#### 2.1 Unzureichende Abklärung der Bewertungsaufgabe.

Unternehmensbewertungen werden anlassbezogen erstellt. Der Anlass ist bedeutsam, denn es gibt nicht den einen, sondern nur den jeweils zweckmässigen Unternehmenswert [3]. Die Abklärung der Bewertungsaufgabe – Anlass und Zweck der Bewertung – ist daher nötig, um die richtige Bewertungskonzeption festzulegen (vgl. *Abbildung 1*).

Dies tönt abstrakt, hat aber praktische Bedeutung: Ist die Bewertung für wirtschaftliche Entscheidungen erforderlich (Kauf oder Verkauf), sind die Funktion des Bewertenden und dessen Perspektive klar. Geht es aber um gesetzlich vorgeschriebene Bewertungsanlässe, also die Ermittlung von so-

genannten «Normwerten» [4] (Ausscheiden und Abfindung von Anteilseignern, Ausgleich im Güter- oder Erbrecht usw.), wird die Lage mitunter unübersichtlich.

#### Beispiel

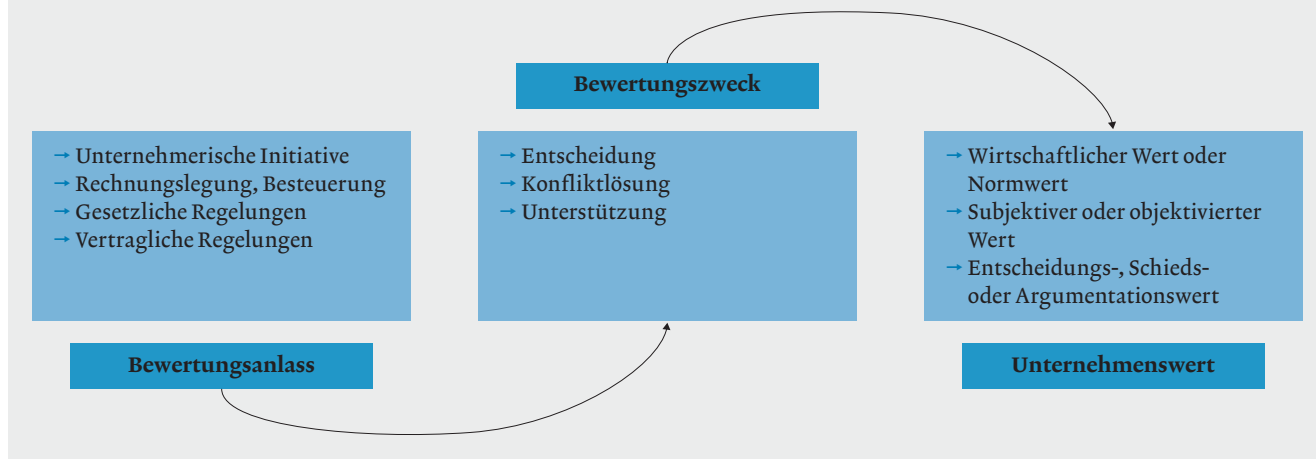
Für mehrheitsvermittelnde Anteile wird i. d. R. ein Paketzuschlag bezahlt. Dass dies bei einer unregelmässigen Bewertung (subjektiver Entscheidungswert beispielsweise bei einer Transaktion) berücksichtigt wird, ist nicht klar. Ob dies bei gesetzlichen Bewertungsanlässen auch der Fall ist, ist hingegen umstritten [5]. Man mag je nach Rechtsgebiet zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen: Stellt man bei der Abfindung eines Anteilseigners nicht auf subjektive Grenzpreise, sondern auf seinen quotalen Anteil am Unternehmenswert ab, ist für Zu- oder Abschläge kein Raum. Anders kann es im Erb- und Güterrecht sein. Dass man je nach Rechtsgebiet zu unterschiedlichen Lösungen kommen kann, ist nur konsequent, da Gesellschafts-, Handels-, Steuer- sowie Erb- und Güterrecht ihrer jeweils eigenen Teleologie verpflichtet sind [6].

Die Bewertungsaufgabe muss vor der Bewertung geklärt werden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass schon konzeptionell ein falscher, weil nicht mit der Funktion vereinbar Wert berechnet wird. Die Bewertung wird damit schon vom Start weg angreifbar.

**2.2 Mangelnde Selbstprüfung.** Der Grundsatz der Unabhängigkeit ist auch im Rahmen von Unternehmensbewertungen zu beachten, wenn auch in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass und der Funktion des Bewertenden. Erbringen Bewertende auch Prüfungsleistungen, steht dies der Annahme des Bewertungsauftrags nicht entgegen, kann aber die Befangenheit als Revisionsstelle begründen. Allerdings sind die Hürden bei der ordentlichen und eingeschränkten Revision unterschiedlich hoch (Art. 729 Abs. 2 des Obligationenrechts [OR]).



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

Abbildung 1: **VOM BEWERTUNGSANLASS ZUR WERTKONZEPTION**

Sofern Bewertungsaufgaben zugelassenen Revisoren und Revisionsgesellschaften vorbehalten sind (bspw. im Fusionsgesetz [FusG]), gelten die Richtlinien zur Unabhängigkeit (RzU 2007) auch für diese Aufgabe. Gleiches gilt bei einer Tätigkeit als Schiedsgutachter oder gerichtlicher Sachverständiger.

**2.3 Lückenhafte Auftragsbestätigung.** Lückenhafte Auftragsbestätigung gilt es zu vermeiden. Der Bewertungsanlass, der Bewertungszweck sowie die sich daraus ergebende Bewertungsfunktion und die Art des ermittelten Werts sollten ausdrücklich genannt werden. Möglichst in einer Form und Wortwahl, die auch ohne Weiteres in das Gutachten übernommen werden kann.

Auch Absprachen über die Bewertungsmethode gehören hier hinein. Gerade dann, wenn die beauftragte Methode zu Ergebnissen führt, die von denjenigen eines anerkannten Zukunftserfolgsverfahrens (*Discounted-Cashflow*-[DCF-] oder Ertragswertverfahren) abweichen.

#### Beispiel

Die Gründerin eines Start-ups lässt sich scheiden. Das Unternehmen ist Teil der Errungenschaft (Art. 197 Zivilgesetzbuch, ZGB), hat bis anhin nur Verluste erwirtschaftet, hat aber gute Zukunftsaussichten. Ihren Ehemann überzeugt sie davon, das Unternehmen mit dem «Praktikerverfahren» zu bewerten. Beide Parteien erteilen einen darauf gerichteten Auftrag.

In der Auftragsbestätigung – und im Gutachten – sollte in diesem Fall nicht nur auf die Anwendung des «Praktikerverfahrens» hingewiesen werden, sondern auch auf die damit verbundenen systematischen Verzerrungen des Unternehmenswerts (in diesem Fall wohl nach unten).

### 3. FEHLER BEI DER MANDATSABWICKLUNG

**3.1 Nicht sachgerechte Methodenwahl.** Unternehmenswerte sind stets funktionsbezogen, und auch die Bewer-

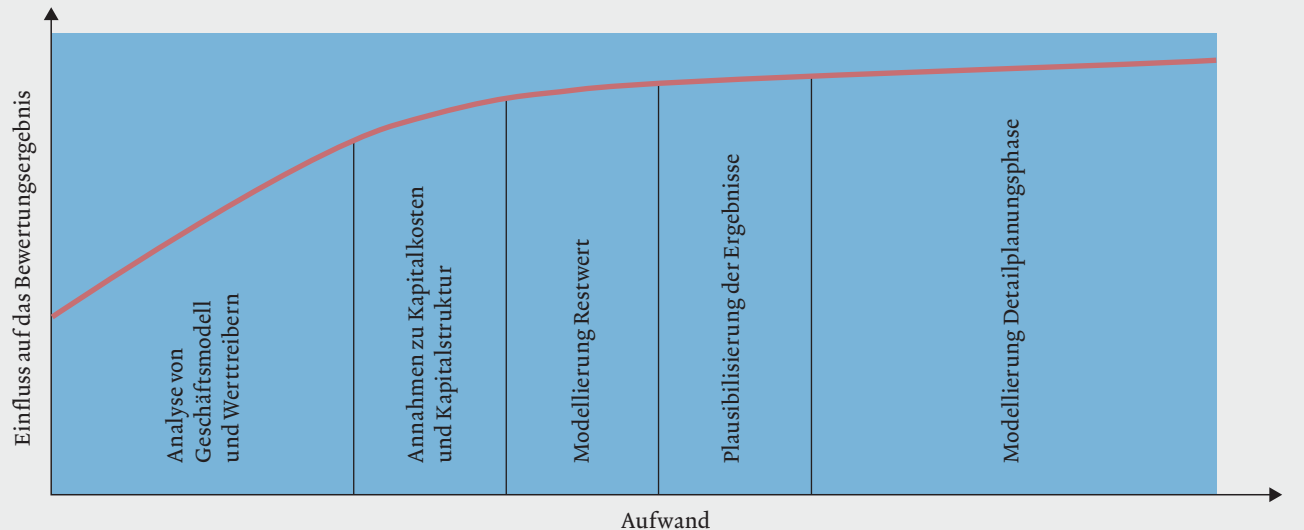
tungsmethoden müssen anlassbezogen ausgewählt werden. Bei Bewertungen zur Vorbereitung wirtschaftlicher Entscheidungen ist die Erkenntnis zu berücksichtigen, dass nur Zukunftserfolgsverfahren zu «richtigen» Unternehmenswerten führen [7]. Und auch hier ist – ungeachtet des Wortteils «Erfolg» – darauf zu achten, dass nur der finanzielle Nutzen wertbestimmend ist und sich dieser wiederum nach dem finanziellen Überschuss, also dem Zufluss auf Ebene des Investors (Cashflow), bestimmt [8].

Die Einwände gegen davon abweichende Methoden wie das Praktiker- oder Mittelwertverfahren sind bekannt [9]. Natürlich gibt es auch Argumente für deren Einsatz: Einfachheit, Transparenz, Akzeptanz, Schnelligkeit usw. Deren Gewicht ist in Abhängigkeit vom konkreten Bewertungszweck zu beurteilen. Doch wenn Bewertende diese verwenden, sollte der Auftraggeber in der Auftragsbestätigung und die übrigen Adressaten im Bewertungsgutachten darauf hingewiesen werden, (a) warum das jeweilige Verfahren angewendet wurde und (b) welche Abweichungen zu einem Zukunftserfolgsverfahren zu erwarten sind.

Die Freiheit der Methodenwahl endet dort, wo es um die Ermittlung von Normwerten geht: Massgeblich sind dann die rechtlichen Methodenvorgaben, die sich ausdrücklich oder durch Auslegung aus den einschlägigen Vorschriften ergeben [10].

Multiplikatoren (multiples) sind streng genommen keine geeigneten Bewertungsverfahren, denn sie schätzen Marktpreise und keine Werte [11]. Sie dienen der Preisfindung und nicht der Bewertung [12]. Zur Ermittlung subjektiver Grenzpreise sind sie ungeeignet, da sie auf die individuellen Vorstellungen der Parteien keine Rücksicht nehmen. Zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte taugen sie auch nicht, weil sie ja gerade vom Bewertungsobjekt abstrahieren und die für andere Unternehmen gezahlten Preise auf dieses übertragen. Multiplikatoren können also die mit anderen Verfahren ermittelten Werte plausibilisieren, jedoch nicht ersetzen.

**3.2 Falsch gesetzte Prioritäten.** Unternehmensbewertung ist nicht nur eine Rechenaufgabe, bei der – einem Puzzle

Abbildung 2: **WORAUF ES BEI EINER UNTERNEHMENSBEWERTUNG ANKOMMT**

gleich – Teil um Teil zum Gesamtbild zusammengeführt wird. Die den Wert bestimmenden Elemente – finanzieller Überschuss der Detailplanungsphase, Kapitalkosten, Restwert (Terminal Value) usw. – hängen zwar miteinander zusammen, beeinflussen das Ergebnis aber in verschiedenem Masse. Unternehmensbewertung ist eher ein Mosaik als ein Puzzle. Es gilt, die wichtigen Steine sorgfältig zu setzen.

Abbildung 2 gibt einen – zugegebenermassen privatempirischen – Überblick über die wesentlichen Steine und deren

*«Wie viel der Ertragskraft hängt tatsächlich am Unternehmer und kann damit nicht oder nur eingeschränkt übertragen werden?»*

Dimensionen: einmal der damit verbundene Aufwand und dann die damit verbundenen Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis.

Auf wesentliche Elemente wird im Laufe dieses Beitrags eingegangen. Deutlich wird aber schon, dass der Verlauf des Detailplanungszeitraums eigentlich nachrangig ist, auch wenn viel darüber diskutiert wird. Hingegen ist ein Verständnis für Geschäftsmodell und Werttreiber der Schlüssel zu einer plausiblen Bewertung. Der Restwert und die Annahmen zur Finanzierung sind wesentliche Säulen. Diese müssen fundiert und belastbar sein.

**3.3 Oberflächliche Unternehmensanalyse.** Ertragskraft und Ertragspotenzial einer Branche bestimmen quasi genetisch die Ertragskraft und das Ertragspotenzial der Unternehmen. Dauerhafte Überrenditen sind anerkanntermassen nur ausnahmsweise möglich [13]. Jeder Bewertende muss wissen, welche Kräfte in der Branche des Bewertungsobjekts

herrschen (Konkurrenz, Ersatzprodukte, Macht der Lieferanten und Kunden) [14]. Die Konjunkturabhängigkeit muss einfach beantwortet werden können: Um wie viel Prozent sinkt oder steigt das nachhaltige Ergebnis des Unternehmens, wenn die Gesamtwirtschaft um x oder y Prozent wächst oder schrumpft?

Um Fehler zu vermeiden, ist es unerlässlich, sich strukturiert und fundiert mit dem Unternehmen und seinem Umfeld zu befassen. Dies erfordert einige Disziplin, da diese Arbeiten noch nicht zu vorzeigbaren Zahlen führen, aber für eine solide Basis von allem Weiteren sorgen.

Besonders zu beachten ist dabei die Analyse der Vergangenheit. Oberflächlichkeiten sind vermeidbare und peinliche Fehler. Kommen erwähnenswerte Sachverhalte erst nach Vorlage des Gutachtens ans Licht, wirft dies einen Schatten auf den gesamten Unternehmenswert.

Gerade bei KMU sind Unternehmer und Unternehmen eng miteinander verwoben. Neben Fragen der Vergütung (werden zu hohe oder zu niedrige Löhne gezahlt?), der Abgren-

zung von privatem und betrieblichem Vermögen (sind strategische Assets wie etwa Liegenschaften, Beteiligungen oder Patente im Privatbesitz des Verkäufers?) und der Finanzierung (wie wird mit Aktionärsdarlehen umgegangen?), geht es hier vor allem um die Übertragbarkeit der Ertragskraft: Wie viel der Ertragskraft hängt tatsächlich am Unternehmer und kann damit nicht oder nur eingeschränkt übertragen werden [15]? Dies betrifft persönliche wie vertragliche oder rechtliche Beziehungen des Unternehmers.

Auch hier ist auf die Bewertungsaufgabe, mithin die Bewertungsfunktion, abzustellen:

1. Bei einer subjektiven Wertermittlung (also bspw. Verkauf) werden diese Überlegungen in das Kalkül des Käufers einfließen. Dies unabhängig davon, ob der bisherige Eigentümer nun tatsächlich ausscheidet oder nicht.
2. Scheidet bei einer objektivierten Wertermittlung der Eigentümer tatsächlich aus (bspw. Erbfall), kommt es nur auf die verbleibende und übertragbare Ertragskraft an.
3. Ist dies nicht der Fall, spielt der Bewertungszweck eine Rolle. Dies gilt insbesondere dann, wenn es um rechtlich angeordnete Bewertungen geht, also ein Normwert im obigen Sinne zu ermitteln ist.

### Beispiel

A, B und C betreiben gemeinsam eine Fahrschule. Der Wert des Unternehmens sei 3600, wobei 600 personenbezogen seien und gleichmässig auf die drei Eigentümer entfallen. Scheidet C nun aus und soll er laut Statuten eine Abfindung zum «wahren Wert» erhalten, wären aus Gründen der Gleichbehandlung alle personenbezogenen Einflüsse zu eliminieren. Quotal würde ihm 1/3 von 3000, also 1000 zustehen. Würde C hingegen im Unternehmen verbleiben, sich scheiden lassen und würde sein Anteil Teil der zu verteilenden und zu bewertenden Errungenschaft, wäre wohl von 1133 (1/3 von 3400) auszugehen.

Mögliche Einflüsse sind bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Pauschale Abschläge etwa in Form eines in der amerikanischen Rechtsprechung zu findenden Key Man Discount sind abzulehnen und erwecken nur vordergründig den Anschein einer hohen Objektivität [16].

**3.4 Mangelnde Plausibilität der Planung.** Jede Bewertung basiert auf einer Planung. Der Bewertende ist unabhängig von seiner Funktion immer auch als Sachverständiger tätig und muss die Planung auf Plausibilität prüfen (Prüfung der Annahmen und der Tatsachen).

Dazu ist zunächst ein Abgleich der vergangenen und tatsächlichen mit der geplanten und angenommenen Entwicklung nötig (Planungstreue). Die Planung selber ist auf Konsistenz und rechnerische Richtigkeit zu prüfen (inhaltlich vollständige und rechnerisch richtige Verknüpfung der Teilpläne). Schliesslich sind die der Planung zugrunde liegenden Annahmen (Umsatz- und Kostenentwicklung, Zinsniveau,

Währung usw.) mit den allgemeinen Konjunkturerwartungen abzugleichen.

In Gutachten wird über Art und Umfang dieser Prüfung nur wenig berichtet. Damit sich die Adressaten keine falschen Vorstellungen davon machen, sollte zumindest das Ergebnis dargestellt werden. Dies betrifft die Planung insgesamt und kann unterschiedlich ausfallen [17]:

1. Negative Plausibilitätsbeurteilung: «Uns sind keine Sachverhalte bekannt geworden, die gegen die Plausibilität der Planungsrechnung sprechen».
2. Positive Plausibilitätsbeurteilung: «Die Planungsrechnung ist plausibel».

Die negative Aussage vermittelt einen geringeren Grad an Verlässlichkeit. Sie impliziert, dass sich der Bewertende auf einen gegebenen Umfang an Informationen beschränkt hat und im Extremfall lediglich die Story nachvollzogen hat. Die positive Aussage lässt hingegen den Schluss zu, dass sich der Bewertende selbstständig und umfänglich auf Informationssuche begeben hat, um die Planung und die getroffenen Annahmen aktiv zu hinterfragen.

Unplausible Planungen sollten vom Planersteller angepasst werden, nicht vom Bewertenden. Die Unternehmensplanung liegt in der Verantwortung der Geschäftsleitung bzw. der zuständigen Organe und ist durch diese zu vertreten. Passt der Bewertende die Planung an, würde der Unternehmenswert auf einer Sonderplanung basieren, die mit der tatsächlichen Unternehmensplanung u. U. nur wenig zu tun hat.

Ebenso kritisch ist eine Anpassung «unter dem Strich»: Dabei wird eine zu optimistisch erscheinende Planung zwar übernommen, nur um die Bewertung mit entsprechend hoch angesetzten Kapitalkosten auf das nach eigener Einschätzung angemessene Niveau zu bringen. Damit mag man zwar der Diskussion mit dem Auftraggeber aus dem Weg gehen, das Problem ist jedoch nicht gelöst.

### 3.5 Fehler bei der Detailplanung

**3.5.1 Zu frühes Ende der Detailplanungsphase.** Am Ende des Detailplanungszeitraums und bei Eintritt in die Phase des Restwerts sollte das Unternehmen seinen eingeschwungenen Zustand, den sogenannten Steady State, erreicht haben. In diesem Zustand sind die Möglichkeiten eines organischen Wachstums ausgeschöpft, die Kapitalstruktur bleibt unverändert und der finanzielle Überschuss steigt oder fällt mit einer konstanten Rate (Wachstumsrate) [18]. Ist die Ertragskraft nur teilweise übertragbar, sollte auch deren Abschmelzen im Detailplanungszeitraum vollständig abgebildet werden.

Der eingeschwungene Zustand stellt sich nicht ohne Weiteres am Ende des gewählten Detailplanungszeitraums ein [19]. Der Übergang muss geplant und modelliert werden. Dies setzt u. a. voraus, dass Investitionszyklen abgeschlossen und Verlustvorräte verbraucht sind. Die im Detailplanungszeitraum gesponnenen Fäden – Modellierung der Investitionen, der Steuerquote, des Nettoumlaufvermögens – müssen an dessen Ende auch sauber vernäht werden. Je einfacher und robuster die Annahmen sind, desto leichter tut man sich dabei [20]. Ist absehbar, dass der Steady State nicht nach drei

bis fünf Jahren erreicht wird, empfiehlt sich dessen Verlängerung, ggf. auch durch Einzug einer größer geplanten Phase.

**3.5.2 Unterschätzte Tragweite der Finanzierungsprämissen.** Annahmen zur Finanzierung des Unternehmens (Kapitalstruktur) sind für die Bewertung zentral und spätestens bei der Ableitung der Kapitalkosten erforderlich. Die Tragweite dieser Entscheidung wird häufig unterschätzt:

→ Bei einer angenommenen festen Kapitalstruktur (sog. wertorientierte Finanzierung) bedarf es keiner detaillierten Planung des Fremdkapitals. Ein unter dieser Annahme eingestelltes Bewertungsmodell rechnet den Vorteil der Fremdfinanzierung auf Grundlage der angenommenen und nicht der effektiven Kapitalstruktur. → Abweichungen zwischen der effektiven und geplanten Kapitalstruktur führen zu einer Über- oder Unterschätzung des Eigenkapitalwerts. Solche Abweichungen müssen begründet werden: mit entsprechenden Planungen, dem Verweis auf Usancen der Branche usw. In jedem Fall sollte bekannt sein, wie hoch eine allfällige Über- oder Unterbewertung ausfällt. → Der Finanzierungsvorteil der Verschuldung (Tax-Shield) ist bei einer wertorientierten Finanzierung (festen Kapitalstruktur) unsicherer als bei einer autonomen (variablen Kapitalstruktur), dies muss beim Levern und Relevern der Kapitalkosten berücksichtigt werden [21].

### Beispiel

Aus einer Bewertung (DCF-WACC) ergibt sich im Rentenmodell bei einem finanziellen Überschuss von 500, einer angenommenen Kapitalstruktur von je 50% Eigen- und Fremdkapital und gewogenen Kapitalkosten von 10% ein Unternehmenswert von 5000 ( $500/0.1$ ). Tatsächlich hat das Unternehmen am Bewertungsstichtag 1000 Finanzschulden. Der Anteilswert beläuft sich auf 4000 ( $5000 - 1000$ ). Würde man die effektive Kapitalstruktur zugrunde legen, ergäbe sich ein Kapitalkostensatz von angenommen 12% [22]. Der Unternehmenswert beläuft sich dann auf 4167 ( $500/0.12$ ), der Anteilswert auf 3167 ( $4167 - 1000$ ). Dass mit einer angenommenen und nicht der effektiven Kapitalstruktur gerechnet wird, hat also eine Überbewertung des Anteilswerts von rund 20% zur Folge.

Eine konstante Kapitalstruktur vereinfacht die Rechnung und lässt sich auch damit begründen, dass das Management üblicherweise eine Vorstellung vom Finanzierungsmix hat. Alternativ kann auch mit einer variablen Kapitalstruktur gearbeitet werden, was die Berechnung jedoch komplexer macht [23]. Wie auch immer: Bewertende müssen die Trag-

weite der Finanzierungsprämisse erkennen und sich daraus ergebende Bewertungseffekte quantifizieren können.

3.5.3 *Vernachlässigung der Liquidität.* Die Planung der Liquidität betrachtet die finanziellen Mittel am Bewertungsstichtag und im Detailplanungszeitraum. Erstere sind darauf zu untersuchen, ob es sich um betriebsnotwendige Liquidität handelt oder Überbestände, die als nicht betriebsnotwendiges Vermögen dem Unternehmenswert zuzuschlagen wären.

Bei der Planung der Liquidität in der Detailplanung ist zu beachten, dass bei konsistenter und plausibler Planung die nicht verplante Liquidität tatsächlich frei und verwendbar ist, da ja alle nötigen und sinnvollen Investitionen bereits getätigt wurden [24]. Natürlich kann auch diese Liquidität für weitere Investitionen verwendet werden, was aber eine zweite Planungsschleife bedeutet. Einfacher und konsistent zur Annahme der sogenannten kapitalwertneutralen Anlage kann auch eine Vollausschüttung unterstellt werden [25].

Zuweilen hört man das Argument, dass die hohe Liquidität aus Sicherheitsgründen gehalten werden soll. Das entspricht natürlich der kaufmännischen Vorsicht, muss dann aber auch im Bewertungsmodell berücksichtigt werden [26]: Zum einen senkt der hohe Kassenbestand das operative Risiko des Unternehmens und damit auch die Kapitalkosten. Zum anderen erwirtschaften die liquiden Mittel nur geringe Erträge. Werden diese im finanziellen Überschuss mit den Kapitalkosten abgezinst, ist dies eine Wertvernichtung par excellence. Weiter verrechnen Standard-Bewertungsmodelle die liquiden Mittel zuweilen mit den Finanzschulden. Hohe Kassenbestände lassen das Vorzeichen der Finanzschulden wechseln, was zumindest dann zu Problemen führt, wenn die Kapitalkosten auf Basis der periodischen Kapitalstruktur berechnet werden (autonome Finanzierung).

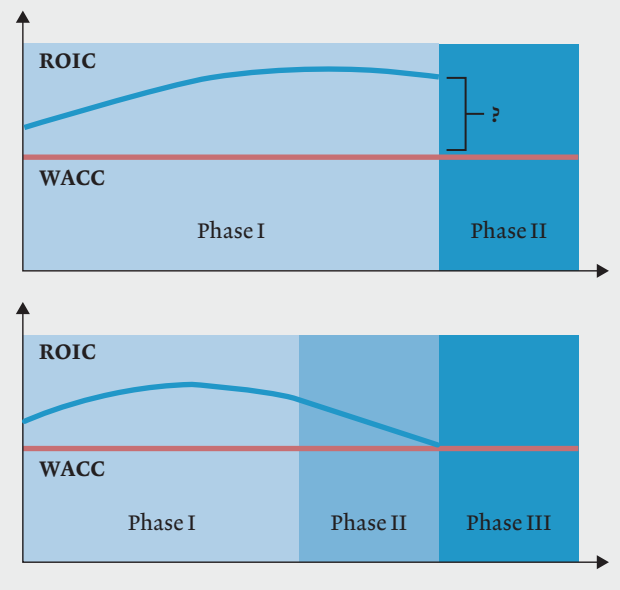
Wird das Bewertungsmodell darauf nicht entsprechend angepasst – was möglich, aber eben etwas aufwendiger ist – sind Fehlbewertungen die Folge.

### 3.6 Fehler beim Restwert

3.6.1 *Bestimmungsfaktoren des Restwerts.* Ein ganz erheblicher Teil des Unternehmenswerts wird durch den Restwert erklärt. Der Restwert ist der erste Punkt, an dem Bewertungen angreifbar sind und auch angegriffen werden.

Zu einem plausiblen Restwert führt nur die Klarheit über die Voraussetzungen und Bedingungen der Wertgenerierung im Restwertzeitraum. Der Restwert ist finanzmathematisch eine ewige Rente, der finanzielle Überschuss wird also festgeschrieben. Das Wachstum wird dann durch einen Abzug von den Kapitalkosten berücksichtigt. Da auch für den Restwert i.d.R. von denselben Kapitalkosten wie in der Detailplanungsphase ausgegangen wird, ergeben sich hier keine Besonderheiten [27]. Wesentlich sind für den Restwert also die angenommenen finanziellen Überschüsse und die Wachstumsrate [28]. Beide bedingen einander: Ausgeschüttet werden kann nur, was nicht zur Finanzierung des angenommenen Wachstums benötigt wird. Was investiert und dann auch finanziert werden muss, hängt wiederum von der angenommenen Rendite ab, die man sich von den neuen Investitionen erhofft.

Abbildung 3: **ABSCHMELZEN VON ÜBERRENDITEN MIT EINEM DREI-PHASEN-MODELL**



3.6.2 *Wenig begründete Wachstumsrate.* In Bewertungsgutachten wird die Wachstumsrate üblicherweise nur recht schmallippig abgehandelt. Ein bis zwei Sätze weisen darauf hin, dass die Wachstumsrate in Höhe der Inflation angenommen wurde. Etwas mehr dürfte es hier schon sein, gerade angesichts der erheblichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Da die Unternehmensbewertung wie die Unternehmensplanung eine nominelle Rechnung ist, ist auch die Wachstumsrate ein nomineller Wert [29]. Hier fließen Erwartungen über das reale Wachstum und die Inflation ein. Beides bedingt Annahmen. Dass Unternehmen zumindest in Höhe der Inflation wachsen, erscheint zwar plausibel. Tatsächlich bedeutet dies aber, dass die gesamte Inflationsrate auch überwältigt werden kann. Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Gewinne von Unternehmen i. d. R. geringer wachsen als die Inflation. Die unverdächtig klingende Annahme ist also bereits recht aggressiv. Handkehrum bedeutet eine Wachstumsrate von Null, dass bei Inflation das Unternehmen real schrumpft.

Für die reale Wachstumsrate kann zunächst auf das angenommene reale Wachstum des jeweiligen *Bruttoinlandsprodukts (BIP)* zurückgegriffen werden. Eine ausserordentliche Positionierung des Unternehmens kann es diesem erlauben zumindest kurz- und mittelfristig stärker als die Volkswirtschaft zu wachsen. Jedenfalls langfristig – und dies ist ja die gefragte Perspektive in der Rentenphase – wird dies nicht möglich sein. Daher wird es nur selten angemessen sein, für Unternehmen eine Wachstumsrate in Höhe des BIP anzunehmen (bspw. ein Unternehmen mit hohen Marktanteilen und einem Produktportfolio voller Stars).

3.6.3 *Finanzielle Überschüsse im Restwertzeitraum.* Die Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Rentenphase erfolgt in

zwei Schritten: zunächst durch die Ermittlung des nachhaltigen operativen Ergebnisses und dann – durch Abzug der nachhaltigen Nettoinvestitionen – durch die Ermittlung des nachhaltigen Cashflow.

In der Praxis sind hier drei Vorgehensweisen zu beobachten:

1. In einer sehr einfachen Variante wird das letzte Jahr des Detailplanungszeitraums als erstes Jahr der Rentenphase gewählt. Diese Vorgehensweise vereinfacht stark, weil in der Detailplanung noch mit anderen – i. d. R. höheren – Wachstumsraten und einer höheren Kapitalbindung gerechnet wird als in der Rentenphase.
2. In einer «naiven» Variante werden zwar die Investitionen auf Basis der für den Restwertzeitraum angenommenen Wachstumsrate berechnet, jedoch die Margen (Earnings before Interest and Taxes [EBIT], Net Operating Profit After Taxes [NOPAT]) des Detailplanungszeitraums fortgeschrieben. Diese Vorgehensweise ist naiv, da sie unterstellt, dass diese Überrenditen dauerhaft erzielt werden können.
3. In einer «aufgeklärten» Variante wird der Restwert analytisch abgeleitet. Dabei werden – auf Basis des angenommenen Wachstums und der angenommenen Rendite – die dazu erforderlichen Nettoinvestitionen berechnet [30].

Ein plausibler finanzieller Überschuss für den Restwert verlangt also plausible Annahmen über das Renditeniveau im

Restwertzeitraum. Dieses wird nach unten – gestützt auf die Annahme, dass dauerhaft keine Überrenditen zu erreichen sind – durch die Kapitalkosten begrenzt. Nach oben wird anzunehmen sein, dass die im Detailplanungszeitraum erreichte Rendite im Restwertzeitraum nicht überschritten wird. Der Bewertende muss seine Annahmen nach oben wie unten abstützen: Dass Unternehmen bereits nach drei bis fünf Jahren ihren Wettbewerbsvorteil verlieren, ist eine sehr konservative Annahme; dass dieser ewig hält, eher unwahrscheinlich. Auch dies spricht dafür, zwischen Detailplanungszeitraum und Restwert eine dritte Grobplanungsphase einzuziehen, in der die Rendite (Return on Invested Capital [ROIC]) auf die Kapitalkosten abgeschmolzen werden kann.

**3.7 Fehler bei der Kapitalisierung der finanziellen Überschüsse.** Die moderne Unternehmensbewertung beruht auf den Überlegungen zur Kapitalstruktur und Finanzierungs politik von *Modigliani/Miller* und dem von *Lintner, Mossin* und *Sharpe* entwickelten *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* zur Erklärung von Kapitalkosten. Kritik wird an beiden geübt. Diese ist zu einem Teil unberechtigt, zum anderen berechtigt, aber mangels Alternativen folgenlos.

Bewertende müssen entscheiden, ob sie sich innerhalb oder ausserhalb dieses modelltheoretischen Rahmens bewegen

wollen. Die Kapitalmarkttheorie bietet Orientierung, theoretische Sicherheit und mannigfache Beispiele ihrer praktischen Umsetzung. Ausserhalb dieses Modellrahmens sind Bewertende zwar frei, aber ebenso gezwungen, sich gegebenenfalls für ihre Annahmen zu rechtfertigen.

Dass auch für KMU theoretisch abgestützte Kapitalkosten abgeleitet werden können, wurde bereits mehrfach gezeigt [31]. In der Praxis finden sich mitunter recht originelle Modelle, die laut Beschreibung alle für sich in Anspruch nehmen, sach- und fachgerecht zu sein, tatsächlich aber fehlerhaft sind:

→ So wird beispielsweise «vereinfachend» von einem Beta von 1.0 ausgegangen, da dies das Beta des Markts sei. Dies mag zwar richtig sein, aber nur die halbe Wahrheit. Ein für das gesamte Portfolio gemessenes Beta beinhaltet auch die jeweilige Verschuldung der darin befindlichen Unternehmen. Ausgangspunkt einer Bewertung muss – wenn man vom Markt bzw. einem Portfolio ausgeht – das *unlevered* Beta sein, das dann auf die Kapitalstruktur der Zielgesellschaft *gelevert* werden muss. → Auf zunächst modellkonform abgeleitete Kapitalkosten werden am Ende noch Zuschläge wegen mangelhafter Planung, unsicheren Schlüsselpersonals oder anderer Risiken vorgenommen. Dies verkennt, dass nach dem CAPM nur systematische Risiken vergütet werden, also nur solche Risiken, denen zwar alle Unternehmen unterliegen (dafür erhält der Investor die Marktrisikoprämie), auf die einzelne Unternehmen aber unterschiedlich reagieren (dafür erhält er bei einem Einzelinvestment einen Zu- oder Abschlag auf die Marktrisikoprämie, der über das Beta abgebildet wird). → Um der Unsicherheit bei der Einschätzung des Restwerts Rechnung zu tragen, wird bei der Berechnung des Terminal Value mit höheren Kapitalkosten gerechnet. Dies verstösst gegen den Grundsatz der Stichtagbezogenheit der Bewertung. Auch für die Kapitalkosten sind die Verhältnisse am Bewertungsstichtag relevant.

Zu- und Abschläge auf den Kapitalisierungszinssatz sind in der Bewertungspraxis üblich [32]. Häufig genug scheinen diese aber nur ein Weg zu sein, um querfeldein und ohne mühevoll Anpassung der finanziellen Überschüsse zum gewünschten Wert zu gelangen. Insbesondere bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zu beachten, dass Zu- und Abschläge zwar begründbar und beobachtbar sind, allgemeingültige Aussagen zu ihrer Höhe jedoch mangels eindeutiger empirischer Befunde nicht zu treffen sind [33]. Vorrangig sollten Risiken «über dem Strich», also bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse, berücksichtigt werden.

Auch bei den Kapitalkosten kommt es letztlich auf den Bewertungszweck und die Bewertungsfunktion an: Bei der Ermittlung objektiverer Werte sollte möglichst theoriegeleitet, nachvollziehbar und transparent vorgegangen werden. Da es nur schwer gelingt, *size premia* in kapitalmarkttheoretische Preisbildungsmodelle zu integrieren, sollten die damit verbundenen Risiken allesamt in den finanziellen Überschüssen abgebildet werden. Anders mag es sich bei der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswerts verhalten.

#### 4. STATT EINES FAZITS

Statt eines Fazits soll auf das in der Einleitung referenzierte Urteil zurückgekommen werden. Ausweislich des Entscheidungstextes des Bundesgerichts und der Vorinstanz [34] führte u. a. die tatsächlich nur eingeschränkt übertragbare Ertragskraft (Übernahme von Verträgen und immateriellen Werten) und eine unzureichende Vergangenheitsanalyse (Nicht-Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns) zu unzutreffenden Werten und zu falschen Vorstellungen. Die Vielfalt der seitens Käufer und Verkäufer jeweils verwendeten Bewertungsmethoden verstellte wohl zusätzlich den Blick. Insgesamt – und wie oben beschrieben – leider typische Fehler bei der Bewertung von KMU, die man – wie ebenfalls gezeigt – aber vermeiden kann. ■

**Anmerkungen:** 1) Siehe BGE 4A\_97/2016, Urteil vom 11. 8. 2016. 2) BGE 4A\_97/2016, unter E 2.5. 3) Siehe Bucher et al.: Unternehmensbewertung – Richtlinien und Grundsätze für die Bewertenden, Fachmitteilung 2008, S. 6. 4) Grossfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 2016, N 191. 5) Das Bundesgericht hat diese Frage bis anhin offen gelassen (etwa BGE 120 II 259 E. 2b). Die Literatur ist hier uneinheitlich, wobei sich die Minderheitsabschlüsse befürwortenden Stimmen auf die Botschaft des Bundesrats über die Revision des Aktienrechts vom 25. 2. 1983 berufen können (BBl. 135 1983, Bd. II, S. 901). 6) Siehe Fleischer, § 18, N 26, in: Fleischer/Hüttemann (Hg.): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015. 7) Stellvertretend und klassisch hier nur Helbling, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Auflage 1998, S. 75 f. 8) Siehe bspw. Spremann/Ernst, Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2011, S. 57 ff. 9) Siehe bspw. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 4. Auflage 2013, S. 210. 10) Siehe Fleischer, a.a.O., N 2. 11) Siehe Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Auflage 2016, S. 419. 12) Siehe Franken/Schulte, § 10 N 272 ff., in: Fleischer/Hüttemann (Hg.): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015. 13) Siehe Stigler, Competition and

rate of Return in Manufacturing Industries, 1963, S. 54. 14) Siehe bspw. Seppelfricke, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung, 2012, S. 260 ff. 15) Siehe bspw. Ihlau/Duschau/Gödecke, Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2013, S. 118. 16) Siehe Hachmeister/Ruthardt, DStR 2014, S. 158–163 (161). 17) Siehe Franken/Schulte, a.a.O., § 5 N 122 f. 18) Siehe Institut der Wirtschaftsprüfer IDW, Wirtschaftsprüfer-Handbuch II 2014, S. 134; Knoll, CF 2016, S. 33 f.; Diedrich/Dierkes, Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung, 2015, S. 240. 19) Siehe Drukarczyk/Schüler, a.a.O., S. 140. 20) Solch einfache und robuste Annahmen sind bspw.: die Annahme einer festen Quote an betriebsnotwendiger Liquidität – jenseits davon werden alle liquiden Mittel ausgeschüttet; die Annahme, dass das zum Bewertungsstichtag vorhandene Anlagevermögen die betriebsnotwendige Substanz darstellt – man kann sich bei der Investitionsplanung dann auf den Erhalt der Substanz beschränken; oder die Annahme, dass nur in Höhe der Abschreibungen investiert wird – dies ist mit den vorgenannten Annahmen konsistent. 21) Siehe bspw. Diedrich/Dierkes, a.a.O., S. 99. 22) Dass der Zinssatz höher als die angenommenen 10% sein muss, ist plausibel, da die effektive Kapitalstruktur

einen höheren Anteil an – teurerem – Eigenkapital aufweist. Für eine genaue Berechnung müssten weitere Annahmen zum Steuersatz und den Fremdkapitalkosten getroffen werden. 23) Siehe bspw. Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 5. Auflage 2012, S. 108 ff. 24) Siehe Spremann/Ernst, a.a.O., S. 78. 25) Siehe Spremann/Ernst, a.a.O., S. 57 f. 26) Siehe Damodaran, Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets – Approaches and Implications 2005, S. 13 ff.; Creutzmann, BewP 2007, S. 15 f. 27) Von der Ermittlung periodenspezifischer Kapitalkosten wird hier abgeraten. 28) Siehe bspw. Diedrich/Dierkes, a.a.O., S. 237 ff. 29) Siehe Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 313 f. 30) Bspw. Cheridito/Schneller, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, DST 2004, S. 738. 31) Bspw. von Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 368 ff. 32) Siehe Cheridito/Schneller, DST 2008, S. 416 ff. 33) Siehe Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis 2009, S. 140 ff.; Ballwieser/Hachmeister, a.a.O., S. 116 f. 34) Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 21. 12. 2015 – HG140021-0.