

# Wenn zwei dasselbe bewerten, ist das nicht das Gleiche

**Professor Dr. Tobias Hüttche, CVA**  
Wirtschaftsprüfer, Steuerberater (D)  
Basel und Konstanz

## Gemeinsamkeiten und Unterschiede bei der Unternehmensbewertung aus deutscher und Schweizer Sicht



**Professor Dr. Tobias Hüttche**

### 1. Einleitung

Die Unternehmensbewertung ist bei der Unternehmensnachfolge von grosser Bedeutung. Der Unternehmenswert

- (1) ist Ausgangspunkt von Kaufpreisverhandlungen bei einer entgeltlichen Übertragung;
- (2) gibt Orientierung in Sachen der «Familiengerechtigkeit» bei einer unentgeltlichen Übertragung und
- (3) spielt schliesslich bei der steuerlichen Gestaltung der Nachfolge eine Rolle.

Der Verkauf an Dritte war lange nur die zweitbeste Lösung. Bevorzugt wurde eine Nachfolge innerhalb der Familie. Dies drückte Traditionsbewusstsein, unternehmerische Verantwortung und Verbundenheit aus. Die Zeiten haben sich geändert. Viele Unternehmer wollen (und müssen) die geschaffenen Werte zu Geld machen, um den Ruhestand

im gewohnten Standard zu geniessen. Überforderte Erben und desillusionierte Nachfolger verkaufen das «Familiensilber», um sich ein anderes Lebensmodell leisten zu können. Die Kaufinteressenten kommen häufig auch von der jeweils anderen Seite der Grenze. Deren Motive sind vielfältig: direkter Marktzugang, klare Strukturen und Wechselkursicherheit. Auch Finanzinvestoren suchen nach Renditeperlen in etablierten Unternehmensstrukturen. Schnell geht es dann um Unternehmenswerte und mögliche Kaufpreise.

Während steuerlicher oder rechtlicher Rat häufig am Investitionsstandort geholt wird, werden Akquisitionen, Werte und Preise «lokal» diskutiert. Liegen die Erwartungen beider Seiten auseinander, kann dies an unterschiedlichen Preisvorstellungen oder unterschiedlichen Bewertungen liegen. Es gibt zwar keine ausdrücklich «Schweizer» oder «Deutsche» Unternehmensbewertung, aber unterschiedliche Rahmenbedingungen. Dasselbe Unternehmen wird daher nicht immer gleich bewertet. Eine Reihe von Besonderheiten sind bei der Bewertung von Unternehmen jenseits der Grenze zu beachten.

### 2. Besonderheiten bei den Bewertungsmethoden

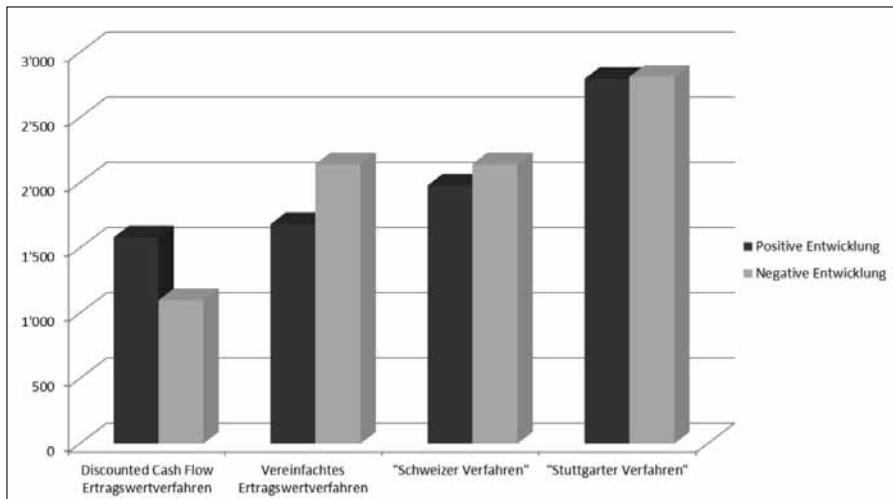
Die deutsche und die schweizerische Bewertungspraxis fassen weitgehend auf derselben Bewertungslehre. Es herrscht die Erkenntnis vor, dass eine sachgerechte Bewertung die zukünftigen finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts berücksichtigen muss. Ertragswert- oder Discounted-Cashflow (DCF) Verfahren sind in beiden Ländern die theoretisch bevorzugten Methoden.

Dessen ungeachtet sind in der Praxis – auch aus (historisch) steuerlichen

Gründen – substanzorientierte Praktikermethoden gerade bei der Bewertung von KMU verbreitet. In Deutschland war bis 2009 für die steuerliche Bewertung nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften das sogenannte «Stuttgarter Verfahren» anzuwenden. Es ähnelte in seinem Aufbau dem dafür noch heute in der Schweiz für die Vermögenssteuer vorgeschriebenen Verfahren (Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008, KS SSK Nr. 28). Das Stuttgarter Verfahren wurde zwar zwischenzeitlich durch das sogenannte vereinfachte Ertragswertverfahren abgelöst, überlebt hat es hingegen in den Abfindungsklauseln etlicher Gesellschaftsverträge und Statuten.

Theoretisch umstritten, aber beidseits der Grenze weit verbreitet, ist die Bewertung von Unternehmen mit sogenannten Multiplikatoren. Dabei werden beobachtbare Werte oder Kaufpreise vergleichbarer Unternehmen zu deren finanziellen Eckwerten wie Umsatz, EBIT oder EBITDA in Beziehung gesetzt. Die Befürworter schätzen die vergleichsweise schnelle und wenig aufwendige Bewertungsmethode: Die einschlägigen Multiplikatoren werden verschiedentlich berechnet und publiziert und einer detaillierten Unternehmens- und Finanzplanung bedarf es nicht. Ihre Gegner werfen der Methode Theorielosigkeit vor.

Wenig überraschend führen die Bewertungsverfahren zu jeweils anderen Unternehmenswerten. Die folgende Übersicht zeigt für ein vereinfachtes Beispiel die Ergebnisse bei einer positiven bzw. negativen Entwicklung des Unternehmens (also steigenden bzw. fallenden Überschüssen). Im Wesentlichen ist die unterschiedliche Perspektive der Verfahren dafür verantwortlich: DCF- und Ertragswertverfahren basieren auf den zukünftig geplanten Überschüssen, bewerten also die Zukunftserwartung.



Zu bewerten sind 100 % der Anteile an einer Kapitalgesellschaft mit Sitz in Deutschland. Das buchhalterische Eigenkapital beträgt T€ 1'000. Im Betriebsvermögen befindet sich ein Grundstück mit einer stillen Reserve von T€ 3'000. Weitere stille Reserven sind nicht vorhanden. Vereinfachend wird angenommen, dass die Buchwerte den jeweils bewertungsrelevanten Ansätzen entsprechen. Bewertungszeitpunkt ist der 1.1.2013. Angenommen wird einmal eine positive Entwicklung des Unternehmens (ab 2010 von T€ 100 um jährlich T€ 10 steigende finanzielle Überschüsse) und einmal eine negative Entwicklung des Unternehmens (ab 2010 von T€ 150 um jährlich T€ 10 fallende finanzielle Überschüsse). Vereinfachend wird angenommen, dass die bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse bei jedem Verfahren jeweils identisch sind.

Die übrigen im Beispiel angewandten Methoden verwenden hingegen Vergangenheitswerte. Vergangene Erfolge werden so auch bei schlechten Zukunftsaussichten wertrelevant. Die Bedeutung der Methodenwahl für die Bewertung wird deutlich.

### 3. Besonderheiten bei den Bewertungsgrundsätzen

In der Regel werden Fachleute mit der Bewertung von Unternehmen beauftragt, also Treuhänder, Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer. Die Ansichten des jeweiligen Berufsstandes sind zwar beidseits der Grenze ähnlich, haben aber einen unterschiedlichen Verbindlichkeitsgrad.

So gibt die Schweizer Treuhänderkammer ihren Mitgliedern lediglich «Empfehlungen zur Unternehmensbewertung». Für den deutschen Berufsstand der Wirtschaftsprüfer ist der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) verabschiedete Standard «Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen» (IDW S1 i.d.F. 2008) von grundlegender Bedeutung. Dieser ist nicht nur eine Empfehlung, sondern ein «Rahmen, in dem die eigenverantwortliche Lösung des Einzelfalles liegen muss». Die Rechtsprechung engt diesen Spielraum ein. Im Vergleich zur Schweiz, ist

die deutsche Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung reichhaltig. In den vergangenen fünf Jahren sind rund 100 Urteile zu diesem Themenkomplex ergangen. Die Freiheiten deutscher Wirtschaftsprüfer sind damit begrenzt, was deren zuweilen beklagte Hartleibigkeit in Bewertungsfragen erklären mag.

### 4. Berücksichtigung von Steuern

Der Unternehmenswert ermittelt sich nach Unternehmenssteuern, dies gilt in der Schweiz wie in Deutschland. Dass sich die Regelungen zwar systematisch gleichen, in Detail und Tarif jedoch unterscheiden, bedarf keiner weiteren Erläuterung.

Hinzuweisen ist jedoch auf wesentliche Regelungen, die bei einer Unternehmenstransaktion von Relevanz sind:

- (1) Gruppenbesteuerung/Organschaft: Während die Schweiz nur für Zwecke der Mehrwertsteuer eine Gruppenbesteuerung kennt, ist diese in Deutschland auch für die Gewinnsteuern vorgesehen (Organschaft)
- (2) Ausschüttungspolitik: Das Konstrukt der «indirekten Teilliquidation» ist in Deutschland unbekannt, eine Finanzierung des Kaufpreises aus Ausschüttungen der Zielgesellschaft möglich (und üblich)

(3) Zinsabzugsbeschränkung: «Verdecktes Eigenkapital» ist im deutschen wie Schweizer Steuerrecht bekannt und mit vergleichbaren Konsequenzen bekannt. Die «Zinsschranke» jedoch eine deutsche Besonderheit (§ 4h EStG beschränkt die Abzugsfähigkeit eines Zinssaldos von mehr als 3 Mio. €).

(4) Verlust von Verlustvorträgen bei Gesellschafterwechsel/Handänderung: In der Schweiz berührt eine Handänderung – ausgenommen «Mantelhandel» – nicht die Verlustverrechnung auf Ebene der Gesellschaft. In Deutschland führen qualifizierte Anteilsverkäufe hingegen regelmässig zu einem anteiligen Untergang der Verlustvorträge (§ 8c Abs. 1 KStG, § 10a GewStG). Schliesslich sieht § 10d EStG eine Mindestbesteuerung vor, die nur einen beschränkten Abzug der Verluste zulässt.

Während in der Schweiz Bewertungen regelmässig vor den persönlichen Steuern des Investors erfolgen, sind diese nach IDW S1 grundsätzlich zu berücksichtigen. Bei der Ermittlung objektiver Werte durch entsprechende Annahmen («Typisierungen»), bei der Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte – soweit bekannt – anhand der tatsächlichen Steuerbelastung. Die genannten Typisierungen erlauben es in den meisten Fällen, auch ohne persönliche Steuern zu bewerten. Einzig bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (bspw. Squeeze Out) ist die Bewertung zwingend aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner vorzunehmen.

### 5. Besonderheiten beim Kapitalisierungszins

Die sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinses – der für die Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse benötigt wird – ist Gegenstand einer langen und intensiven Diskussion von Theorie und Praxis. Deren gemeinsamer Ausgangspunkt ist der Ansatz, das Risiko mit einem Zuschlag auf den risikofreien Zins zu berücksichtigen (Zinszuschlagsmethode). In den weiteren Details – Ermittlung des risikofreien Zinssatzes, Bemessung des Risikozuschlags, Berücksichtigung weiterer Zuschläge – herrscht hingegen Meinungs- und Methodenvielfalt. Auch hier sind Unterschiede zwischen Deutschland und der Schweiz festzustellen.

So verlangt der IDW S1 – auch bei KMU – die Anwendung des Capital

Asset Pricing Model (CAPM) bzw. Tax-CAPM. Der risikofreie Zins ist bevorzugt aus einer Zinsstrukturkurve abzuleiten, Zuschläge für Grösse oder Fungibilität werden abgelehnt. Dies steht im Kontrast zur Schweizer Praxis, die solche Zuschläge ganz überwiegend ansetzt.

## 6. Fazit: Dasselbe Unternehmen wird nicht immer gleich bewertet

Die Schweizer und die deutsche Bewertungspraxis fassen weitgehend auf

derselben Bewertungslehre. Unternehmen werden also im Prinzip hier wie dort gleich bewertet. Die deutsche Bewertungspraxis ist jedoch mehr reguliert und weniger substanzwertorientiert, als es in der Schweiz der Fall ist. Schliesslich sind steuerliche Besonderheiten zu beachten. Diese Einflüsse können zu anderen Werten führen, als sie sich aus Sicht der jeweils anderen Seite ergeben würden. Diese Einflüsse auf den berechneten Wert sollte man kennen um mögliche Differenzen bei der Verhandlung des zu bezahlenden Preises zu überwinden.

Prof. Dr. Tobias Hüttche leitet das Institut für Finanzmanagement IFF an der Hochschule für Wirtschaft (Fachhochschule Nordwestschweiz) in Basel.

Er ist Wirtschaftsprüfer, Steuerberater (D), Certified Valuation Analyst (CVA) und Partner einer Beratungsgesellschaft mit Büros in Deutschland und der Schweiz.

tobias.huettche@fhnw.ch

## Anhang

Nachstehende Checkliste soll ihnen bei der kritischen Würdigung eines Unternehmenswertes bzw. eine Bewertungsgutachtens zu helfen

	Frage	Antwort		Beurteilung
		Ja	Nein	
1	Beruhet die Bewertung auf anerkannten Standards (ist aus dem Auftrag ersichtlich und sollte im Gutachten erwähnt werden)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Standards beschränken die Freiheiten des Bewerter. Die Ergebnisse sind vergleichbarer und transparenter
2	Wird ein Zukunftswert berechnet und die finanziellen Überschüsse aus der Unternehmensplanung abgeleitet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Ist das nicht der Fall, muss man sich kritisch mit der Vergangenheit auseinandersetzen. Ist diese repräsentativ für die weitere Entwicklung?
3	Liegt eine Detailplanung von mehr als drei Jahren der Bewertung zugrunde?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Der nach dem Detailplanungszeitraum pauschal berechnete Restwert macht den Grossteil des Unternehmenswertes aus. Je kürzer der Detaiplanungszeitraum, desto höher der Restwert und desto höher die Unsicherheit
4	Wird nach dem Detailplanungszeitraum eine Wachstumsrate von mehr als 0.5% angenommen?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Eine Wachstumsrate von mehr als 0.5% sollte immer begründet werden und ist nur in wenigen Branchen anzunehmen
5	Werden bei der Bewertung persönliche Steuern des Investors berücksichtigt (bei den finanziellen Überschüssen und dem Kapitalisierungszinssatz)?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Persönliche Steuern werden nur im Ausnahmefall bei der Bewertung berücksichtigt. Dies hat Effekte auf den Unternehmenswerte, einmal senkend (bei den finanziellen Überschüssen) und einmal erhöhend (beim Zinssatz)
6	Wird der Kapitalisierungszinssatz detailliert berechnet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Der Kapitalisierungszinssatz ist der wesentliche Werttreiber. Je detaillierter er berechnet wird, desto besser ist er nachvollziehbar. Üblicherweise werden Eigenkapitalkosten zwischen 9% und 15% angenommen
7	Wird ein risikofreier Zins von mehr als 2.5% verwendet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	2.5% entspricht etwa den derzeitigen Empfehlungen der Berufsstände. Höhere Zinsen führen zu niedrigeren Unternehmenswerten
8	Wird ein Risikozuschlag begründet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Je weniger der Risikozuschlag begründet ist, desto subjektiver die Bewertung. Die Anwendbarkeit theoretischer Modelle wie des CAPM auf KMU ist zwar umstritten, dient aber der Transparenz
9	Erfolgt eine Plausibilisierung des Unternehmenswertes (bspw. durch eine Multiplikatorenbewertung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Für den berechneten Unternehmenswert spricht es, wenn man auch mit anderen Methoden in seine Nähe gelangt. Üblicherweise werden dazu Multiplikatorverfahren verwendet
10	Wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen gesondert analysiert oder bewertet?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Zum Unternehmenswert zählt auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen. Eine vollständige Bewertung geht auch auf diesen Punkt ein