



Giorgio Meier-Mazzucato

Dr. iur., Fachmann FRW mit eidg. Fachausweis, dipl. Treuhandexperte, dipl. Steuerexperte, zugelassener Revisionsexperte
 Bezirksrichter Zivil- und Strafgericht Aarau
 ITERA Aarau, Zürich und Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch



Giulia Tasini

eidg. dipl. Kauffrau mit Berufsmatur, Betriebsökonomin FH
 Assistentin Treuhand & Steuern
 ITERA, Aarau, Zürich und Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Unternehmensbewertung

Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft

Es gibt kein einzig richtiges Bewertungsverfahren, sondern für die Bewertung von KMU können unterschiedliche Methoden zur Anwendung gelangen. Alle Bewertungsmethoden zeigen bestimmte Vor- und Nachteile, die es auf den konkreten Fall bezogen abzuwägen gilt. Die Autoren zeigen im nachfolgenden Beitrag die Vor- und Nachteile der verschiedenen Bewertungsmethoden auf und dabei auch, weshalb die Praktikermethode bei der Bewertung von KMU weiterhin eine wichtige Rolle spielen kann.

Unternehmensbewertungen von KMU stellen eine Herausforderung dar und sind weder einfach noch «klein oder mittel». Vielmehr sind deren Bewertungen aufgrund ihrer Besonderheiten und der teilweise schwierig feststellbaren strategischen und operativen Informationen oft anspruchsvoller als Bewertungen grosser Unternehmen, bei denen bereits regelmässige Kurse, sei es vor- oder hauptbörslich, vorliegen.

Es gibt kein einzig richtiges Bewertungsverfahren, sondern für die Bewertung von KMU können, die konkrete Situation beachtend, unterschiedliche Methoden zur Anwendung gelangen. Der Investitionstheorie entsprechen die Ertragswertverfahren, namentlich DCF-, reine Ertragswert- und EVA-Methode,¹ welche

auch als State of the Art gelten. Weiterhin eine grosse Verbreitung zeigt die Mittelwert- bzw. Praktikermethode. Daneben existieren spezielle Methoden wie die verkürzte Goodwillrendendauer oder temporäre Übergewinnkapitalisierung, die insbesondere die Übertragbarkeit der Ertragskraft erfassen.

Alle Bewertungsmethoden zeigen bestimmte Vor- und Nachteile, die es auf den konkreten Fall bezogen abzuwägen gilt. Dementsprechend existiert bei der Bewertung von KMU eine gezielte Wertspanne. Dieser Beitrag zeigt die Vor- und Nachteile der verschiedenen Bewertungsmethoden auf und dabei auch, weshalb die Praktikermethode bei der Bewertung von KMU weiterhin eine wichtige Rolle spielen kann.

1. Grundlegendes Begriffsverständnis der Bewertung von KMU und der Bewertungssituationen

Die grundlegende Besonderheit von KMU liegt in deren Grösse und der starken Verbindung mit ihren Eigentümern als Kapitalgeber und Unternehmensführer.² Diese grundlegenden Besonderheiten führen zu weiteren für die Bewertung dieser Unternehmen zu beachtenden Eigenheiten.

→ Grundlegende Besonderheiten von KMU

Welche grundlegenden Faktoren machen ein KMU aus?

- Seine Grösse und
- die starke Verbindung mit seinen Eigentümern als Kapitalgeber und Unternehmensführer.

Die Eigenheiten von KMU in Abbildung 1, welche die Bewertung eines KMU zur Herausforderung ausmachen, müssen die bewertenden Personen kennen und in die Unternehmensbewertung einfließen lassen.

Ausgangslage für die Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen ist regelmässig ein bestimmter Bewertungsanlass, wobei hauptsächlich folgende Situationen unterschieden werden können:³

- Verkauf bzw. Kauf eines Unternehmens;
- Austritt oder Ausschluss von Gesellschaftern oder Minderheitsbeteiligten aus einem Unternehmen;
- Übertragung eines Unternehmens im Rahmen des Güter- oder Erbrechts;
- rechtliche Umstrukturierung eines Unternehmens (Fusion, Spaltung, Umwandlung);
- Beteiligung von Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen an einem Unternehmen;
- Eigen- und Fremdkapitalerhöhungen bei einem Unternehmen;
- Vermögenssteuerwert eines Unternehmens als Steuerberechnungsgrundlage für die Vermögenssteuer;^{4, 5}
- Verkehrswert eines Unternehmens als Steuerberechnungsgrundlage für die Emissionsabgabe.⁶

Es ist evident, dass für die Frage der Vornahme einer Unternehmensbewertung nicht ausschlaggebend ist, ob der Bewertungsanlass direkt entgeltlicher oder unentgeltlicher Natur ist, das Unternehmen beispielsweise Gegenstand eines Kaufgeschäfts oder einer Schenkung bzw. eines Erbgangs ist, sondern der Wert bzw. Preis des Unternehmens finanzielle Auswirkungen auf die vielfältigen entgeltlichen oder unentgeltlichen Transaktionen zwischen den beteiligten Parteien hat.

Es ergibt sich daraus für die Formulierung des Auftrags zur Unternehmensbewertung, dass der Auftraggeber, sei es der Übergeber oder der Übernehmer des KMU oder beide zusammen, und die zur Unternehmensbewertung beauftragte Person Art und Umfang des Auftrags zur Unternehmensbewertung gemeinsam bestimmen, indem:

- der Bewertungsanlass, beispielsweise Kauf, Verkauf, Scheidung, Erbfolge,
- die Aufgabe, mithin Funktion der Bewertung, d.h. Schieds- bzw. Einigungswert, Entscheidungswert oder Argumentationswert⁷, und
- ggf. die Unternehmensbewertungsmethode

im Auftrag explizit formuliert werden.^{8, 9}

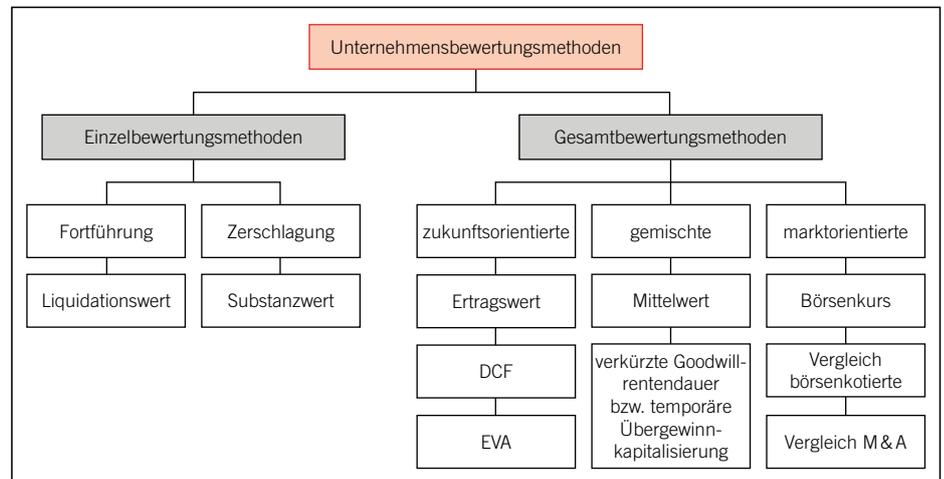
2. Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen

Obwohl nebst den strategischen Erfolgspositionen des zu bewertenden KMU die finanzielle

Abbildung 1: Eigenheiten von KMU

Die Eigentümer sind Kapitalgeber und Unternehmensführer	<ul style="list-style-type: none"> – Diese i.d.R. positive Verbindung ist für den bisherigen Verlauf und damit Wert des Unternehmens entscheidend. – Der Erfolg des Unternehmens ist sehr personenbezogen. – Der starke Einfluss der Eigentümer und Unternehmensführer behindert u.U. die Einstellung und das Nachziehen fähiger Unternehmensnachfolger.
KMU müssen flexibel sein	<ul style="list-style-type: none"> – KMU können auf veränderte externe und interne Verhältnisse rasch reagieren. Kurze Anpassungsfristen bringen verschiedene Vorteile. – Andererseits ist gerade dieses rasche Handeln Voraussetzung für deren positiven Erfolg. Fehlt es daran, ist die Beurteilung der zukünftigen Ertragslage ungewiss.
Lokale Märkte, Nischenpolitik und diverse Abhängigkeiten	<ul style="list-style-type: none"> – Die Grösse des KMU und seine Ausrichtung auf beschränkte, lokale Märkte stehen in Wechselbeziehung zueinander; KMU sind damit in ihrer Entwicklung begrenzt. – In die gleiche Richtung zielt die Tatsache, dass KMU oftmals eine Nischenpolitik betreiben müssen. – Die Kapitalbeschaffung – sei es Eigen- oder Fremdkapital – ist für KMU oft schwierig.

Abbildung 2: Systematik der Unternehmensbewertungsmethoden



Informationsquelle für die Unternehmensbewertung, nämlich das Finanz- und Rechnungswesen des zu bewertenden KMU,¹⁰ feststeht, ergeben sich daraus nun nicht etwa zwingend eine Unternehmensbewertungsmethode und ein Unternehmenswert, sondern Lehre und Praxis begegnen den verschiedenen Bewertungssituationen und den oftmals schwierig feststellbaren strategischen und operativen Informationen mit einer Anzahl an Unternehmensbewertungsmethoden.¹¹

In der Folge werden die in der Schweiz wichtigsten Unternehmensbewertungsmethoden kurz dargestellt.¹² Bei allen diesen Methoden wird das nichtbetriebliche vom betrieblichen Vermögen unterschieden und separat bewertet zum betrieblichen Unternehmenswert hinzugezählt.^{13, 14} Weiter wird angenommen, dass die dargestellten Unternehmensbewertungsmethoden auf dem Gesamtkapital- bzw. Entity-Ansatz beruhen, bei dem die betrieblichen Substanz- und Ertragswerte vor Berücksichtigung der Finanzverbindlichkeiten bzw. der entsprechenden Fremdkapitalkosten ermittelt werden und dieses Fremdkapital erst am Schluss vom so berechneten Unternehmensbruttowert in Abzug gebracht wird.¹⁵

Grundsätzlich stellt die Bewertung eines Unternehmens die formelle Zuweisung einer numerischen Grössenordnung in einem wirtschaftlichen Ganzen dar, welche dem Nutzen dieses wirtschaftlichen Ganzen aus der Perspektive des Bewertungszeitpunkts entspricht.¹⁶ Diese Grössenordnung bzw. der Wert des zu bewertenden Unternehmens wird durch den subjektiven Nutzen bestimmt, den sein(e) Eigentümer aktuell und inskünftig aus ihm ziehen kann bzw. können.¹⁷ Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen wird in der Literatur zwischen Einzelbewertungsverfahren und Gesamtbewertungsverfahren unterschieden (s. dazu Abbildung 2).¹⁸ In der Folge werden diese Unternehmensbewertungsmethoden erörtert und verglichen, wobei die marktorientierten Unternehmensbewertungsmethoden in diesem Beitrag nicht näher behandelt werden.

2.1 Einzelbewertungsmethoden

Einzelbewertungsmethoden basieren auf einer isolierten Ermittlung des Werts der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden eines Unternehmens.¹⁹ Der Unternehmenswert ergibt sich durch den Abzug sämtlicher Schulden von

sämtlichen Vermögenswerten. Zu den Einzelbewertungsmethoden zählen im Fall der Fortführung des zu bewertenden KMU die Substanzwertmethode und im Falle dessen Zerschlagung die Liquidationswertmethode.²⁰

2.1.1 Substanzwert

Beim Substanzwert handelt es sich weniger um eine Unternehmensbewertungsmethode als vielmehr um ein Element der Bewertung, welches die anderen Methoden, auch die Ertragswertmethoden, in ihre Berechnungen miteinbeziehen.²¹

In der Regel wird der Substanzwert als Teilwert berechnet und umfasst, nach betrieblich objektiven Kriterien bewertet und nach Auflösung der stillen Reserven in ihrem Bestand, die handelsrechtlich bilanzfähigen materiellen und immateriellen Vermögenswerte inklusive eines allfälligen derivativen Goodwills, die handelsrechtlich zeitlich begrenzt bilanzfähigen Vermögenswerte, die sogenannten aktivierten Aufwendungen, und das Fremdkapital.^{22, 23}

Der Vollsubstanzwert umfasst zusätzlich die handelsrechtlich nicht bilanzfähigen immateriellen Vermögen, zusammengefasst als originärer Goodwill bezeichnet.²⁴ Der originäre Goodwill entspricht der Differenz zwischen Ertrags- bzw. Unternehmenswert und Teilsubstanzwert und bezeichnet den über den bilanzierten Substanzwert hinausgehenden Wert des Unternehmens aus Ertragskraft.²⁵ Darin liegt auch das Problem, dass nicht bereits auf der Stufe Substanzwertberechnung mit einem Vollsubstanzwert operiert werden kann und der Substanzwert als Teilsubstanzwert lediglich ein Element der Bewertungsformel ist, da die Berechnung des originären Goodwills nur über den Ertragswert erfolgen kann.

Abbildung 3 zeigt die Ermittlung eines Substanzwerts anhand der Gesamtkapitalmethode bzw. des Entity-Ansatzes.

Die Aufteilung des Umlaufvermögens in betriebsnotwendiges und nichtbetriebsnotwendiges wird anhand der Liquiditätskennzahlen bzw. -staffel vorgenommen, wobei mit den Sollwerten allgemein gültige Grundsätze eingehalten werden (vgl. Abbildung 4).

2.1.2 Liquidationswert

Der Liquidationswert kommt nur in Ausnahmesituationen zum Tragen, z.B. wenn das Unternehmen wegen ungenügender Rentabilität vor der Auflösung steht, oder für Unternehmen, in denen

Abbildung 3: Substanzwertmethode anhand Gesamtkapitalmethode bzw. Entity-Ansatz

	Statuswerte					
	Bilanzwerte	Bewertungskorrekturen	Total	Betriebliche Werte	Nichtbetriebliche Werte	Finanzschulden, Rückstellungen
Aktiven	CHF	CHF	CHF	CHF	CHF	CHF
Flüssige Mittel	215000	000	215000	140000	75000	
Forderungen L & L – Delkredere	401000	22000	423000	170000	253000	
Übrige Forderungen	110000	000	110000	110000	000	
Waren-, Materialvorräte	250000	125000	375000	-110000	485000	
AA und FA – Anzahlungen	370000	000	370000	370000	000	
Aktive Rechnungsabgrenzung	20000	000	20000	20000	000	
Finanzanlagen	000	000	000	000	000	
Beteiligungen	000	000	000	000	000	
Maschinen	35000	192000	227000	227000	000	
Möbiliar	12000	63000	75000	75000	000	
Informatik	-30000	70000	40000	40000	000	
Fahrzeuge	79000	41000	120000	120000	000	
Immobilien	1093000	254000	1347000	1347000	000	
Immaterielles Anlagevermögen	000	000	000	000	000	
Nicht einbezahltes AK, SK	000	000	000	000	000	
Total Aktiven	2555000	767000	3322000	2509000	813000	000
Fremdkapital						
Verbindlichkeit aus L & L	250000	000	250000	250000	000	
Dividenden	000	000	000	000	000	
kfr. verzinsl. Verbindlichkeiten	000	000	000	000	000	
übrige kfr. Verbindlichkeiten	50000	000	50000	50000	000	
Passive Rechnungsabgrenzung	50000	000	50000	50000	000	
lfr. verzinsliche Verbindlichkeiten	750000	000	750000	000	750000	
übrige lfr. Verbindlichkeiten	000	000	000	000	000	
Rückstellungen	50000	-50000	000	000	000	
Rückstellung latente Steuern	000	79000	79000	000	79000	
Total Fremdkapital	1150000	29000	1179000	350000	000	829000
Eigenkapital	1405000	738000	2143000	2159000	813000	-829000
Total Eigenkapital	1405000	738000	2143000	2159000	813000	-829000
Total Passiven	2555000	767000	3322000	2509000	813000	000

die Rentabilität absichtlich tief gehalten wird, mit dem Ziel, die Bewertung der Aktien zu beeinflussen, sowie allgemein für Missbrauchsfälle.^{26, 27} Für den Liquidationswert sind die latent bedingten Steuern des KMU, wenn sie wie im oben dargestellten Beispiel nach dem praktischen Ansatz der Hälfte des Gesamtsteuersatzes berechnet werden, in der gleichen wie bereits berücksichtigten Höhe zu ergänzen. Im Weiteren sind die Ausschüttungssteuern auf dem so ermittelten Eigenkapital des KMU bei Liquidation zu berücksichtigen. Ausgehend vom obigen Beispiel ergibt sich damit der Liquidationswert in Abbildung 5.

2.2 Gesamtbewertungsmethoden

Gesamtbewertungsverfahren basieren auf der Betrachtung eines Unternehmens als Bewertungs-

einheit, bei der auf dessen zukünftige Ertragskraft abgestellt wird.²⁸ Dabei wird zwischen marktorientierten Verfahren, auf welche an dieser Stelle nicht näher eingegangen werden soll, und zukunftsorientierten Verfahren unterschieden. Zu Letzteren zählen das Ertragswertverfahren (EW-Verfahren), das Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) und das Economic-Value-Added-Verfahren (EVA-Verfahren).²⁹ Beim EW-Verfahren wird als Unternehmenswert der Barwert der zukünftig erwarteten Gewinne eines Unternehmens ermittelt.³⁰ Beim DCF-Verfahren wird als Unternehmenswert der Barwert der zukünftig erwarteten Free Cashflows eines Unternehmens bestimmt.³¹ Beim EVA-Verfahren wird der Barwert aller Übergewinne zuzüglich des zum Bewertungszeitpunkt investierten Kapitals bestimmt.³²

Abbildung 4: Betriebs- und nichtbetriebsnotwendiges Umlaufvermögen anhand Liquiditätsstaffel

Liquiditätsstaffel	Soll	Ist	Δ
	%	%	%
Cash Ratio	40,00%	61,43%	21,43%
Quick Ratio	120,00%	213,71%	93,71%
Current Ratio	200,00%	432,29%	232,29%

Abbildung 5: Latente Steuern und Ausschüttungssteuern beim Liquidationswert

Positionen	CHF	%	CHF
Eigenkapital bei Fortführung			2 143 000
Erhöhung Rückstellung für latente Steuern			-79 000
Eigenkapital bei Liquidation			2 064 000
Einkommenssteuer	2 014 000	20,00%	-403 000
Eigenkapital bei Liquidation			1 661 000

Abbildung 6: Reine detaillierte Ertragswertmethode

Positionen	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Residual Growth Rate					0,00%
Residual Value					3 841 000
Total ERTRAGSWERT PV (Present Value)	262 000	247 000	233 000	220 000	2 831 000
ERTRAGSWERTE JÄHRLICH PV					962 000
Residual ERTRAGSWERT PV					2 831 000
Unternehmenswert Betrieb brutto					3 793 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				100%	-829 000
Unternehmenswert Betrieb netto					2 964 000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte					650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				0%	000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020					3 615 000

Zukunftserfolgsorientierte Unternehmensbewertungsverfahren erfordern die Verwendung von Kapitalisierungssätzen. Dabei hat sich in der Praxis der Ansatz zur Ermittlung des Kapitalisierungssatzes in Form des sogenannten Weighted-Average-Cost-of-Capital (WACC) etabliert. Der WACC stellt den Kapitalkostensatz für das zu Marktwerten bewertete Gesamtkapital des zu bewertenden Unternehmens dar und setzt sich aus den anteiligen Kapitalkosten des Eigenkapitals und des zinstragenden Fremdkapitals zusammen.³³ In der Lehre stehen die Ertragswertmethoden heute im Vordergrund und auch die Praxis bedient sich ihrer heute immer häufiger, insbesondere auch für die Bewertung von KMU.³⁴ In der Folge werden reine Ertragswertmethode, Discounted-Cashflow-Methode und die Economic-Value-Added-Methode näher erörtert.

2.2.1 Reine Ertragswertmethode

Die reine Ertragswertmethode basiert auf den zukünftigen geplanten Gewinnen des Unternehmens. Der Unternehmenswert definiert sich damit als Summe der auf den Bewertungsstichtag diskontierten jährlichen Differenzen zwischen den beiden Strömen zukünftiger Ertrag und zukünftiger Aufwand, gleich zukünftiger Gewinn.³⁵ Der Substanzwert wird bei der reinen Ertragswertmethode nicht etwa ausser Acht gelassen, sondern die betriebliche Nettosubstanz stellt einen Bestandteil des betrieblichen Nettoertrages bzw. Gewinns dar, und lediglich die nichtbetriebliche Substanz muss separat bewertet und zum Ertragswert hinzugezählt werden.³⁶ In diesem Sinn kann die betriebliche Nettosubstanz auch als Reservoir zukünftiger betrieblicher Erträge und Aufwände bzw. Gewinne bezeichnet werden. Nichtbetriebliche Substanz kann in allen Vermögenspositionen der Bilanz vorkommen, so z.B. typischerweise in überdotierten Beständen der flüssigen Mittel oder der Vorräte.³⁷ Abbildung 6 zeigt die reine detaillierte Ertragswertmethode, bei der während einer bestimm-

ten Anzahl Jahre – vorliegend die Jahre 2021 bis 2024 – die Ergebnisse im Detail geplant und auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden – sogenannter Detailplanungszeitraum – und alsdann das Ergebnis des darauffolgenden Jahres als Residualwert kapitalisiert wird.³⁸

2.2.2 Discounted-Cashflow-Methode

Die Discounted-Cashflow-Methode ist eine der Ertragswertmethoden,³⁹ bei der der Unternehmenswert als Barwert zukünftiger Free Cashflows bestimmt wird. Sie rechnet nicht mit ewig gleichbleibenden Erträgen und Aufwänden bzw. Gewinnen, sondern mit zumindest für eine bestimmte Anzahl von Jahren differenziert ermittelten Einnahmen und Ausgaben bzw. Free Cashflows und kommt mit ihrem Konzept dem theoretisch richtigen Unternehmenswert nahe.⁴⁰ Für einen begrenzten Planungszeitraum von einigen Jahren werden die Free Cashflows jähr-

Abbildung 8: Discounted-Cashflow-Methode

Positionen			2023	2024	2025
			CHF/%	CHF/%	CHF/%
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
zuzüglich Abschreibungen	248 000	244 000	249 000	268 000	280 000
zu-/abzüglich Veränderung Rückstellungen	-000	000	000	000	000
Veränderung Nettoumlaufvermögen	-5 000	17 000	9 000	-6 000	-14 000
Cashflow aus Betriebstätigkeit	526 000	549 000	552 000	561 000	571 000
Veränderung Anlagevermögen	-266 000	-279 000	-287 000	-266 000	-281 000
Free Cashflow	260 000	270 000	265 000	295 000	290 000
WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Residual Growth Rate					0,00%
Residual Value					3 659 000
Total DCF PV (Present Value)	241 000	232 000	211 000	217 000	2 697 000
DCF PV					901 000
Residual DCF PV					2 697 000
Unternehmenswert Betrieb brutto					3 598 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				100%	-829 000
Unternehmenswert Betrieb netto					2 769 000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte					650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				0%	000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020					3 420 000

lich und differenziert ermittelt und auf den Bewertungsstichtag diskontiert.^{41, 42} Stellvertretend für die Free Cashflows, die weiter in der Zukunft liegen und nicht mehr explizit prognostiziert werden können, wird ein Residualwert, auch Fortführungswert oder Endwert genannt, eruiert, indem aufgrund vereinfachter Annahmen ein nachhaltig erzielbarer «ewiger» Free Cashflow auf den Zeitpunkt nach der detaillierten Planung kapitalisiert und anschliessend auf den Bewertungsstichtag diskontiert wird.⁴³ Der Free Cashflow definiert sich als jährlicher Einnahmenüberschuss des Unternehmens unter Berücksichtigung der Ausgaben für Investitionen und der Einnahmen aus Desinvestitionen (s. Abbildung 7).⁴⁴

Abbildung 7: Ermittlung Free Cashflow

Positionen	Beispiel
	CHF
NOPAT	282 000
+ Abschreibungen	248 000
+/- Veränderung allfällige Rückstellungen	0
Cashflow Nettoumlaufvermögen	530 000
+/- Veränderung Nettoumlaufvermögen (hier Zunahme)	-5 000
+/- Veränderung Anlagevermögen (hier Zunahme)	-266 000
Free Cashflow	259 000

Auch hier wird zur besseren Veranschaulichung die Discounted-Cashflow-Methode anhand eines Beispiels dargestellt (s. Abbildung 8).

2.2.3 Economic-Value-Added-Methode

Die Economic-Value-Added-Methode ist primär ein Mittel zur wertorientierten Unternehmensführung, bei der der Economic Value Added gemessen wird, d.h. der Mehrwert des betrieblichen Gewinns über die durchschnittlichen Kapitalkos-

ten der betrieblichen Substanz.⁴⁵ Economic Value Added ist der Übergewinn, den das Unternehmen erwirtschaftet, indem der betriebliche Gewinn die durchschnittlichen Kapitalkosten der betrieblichen Substanz übersteigt.⁴⁶ Das Resultat ist der Economic Value Added eines Jahres. Dieser Übergewinn ist geschaffener Mehrwert und entspricht dem Goodwill des Unternehmens.⁴⁷

Die EVA-Methode kann auch für die Unternehmensbewertung angewendet werden.⁴⁸ Sie hat den Vorteil, dass im Vergleich zur reinen Ertragswertmethode eine zusätzliche Dimension an Informationen gewonnen wird, nämlich das Verhältnis des zukünftigen betrieblichen Gewinns zur betrieblichen Substanz bzw. zum investierten Kapital und die Mehrleistung des gesamten betrieblichen Gewinns über den Gewinn bzw. die Kapitalkosten aus der betrieblichen Substanz.⁴⁹

Der Unternehmenswert errechnet sich aus der betrieblichen Substanz bzw. dem Invested Capital zuzüglich des Gegenwartswerts (Present Value) aller zukünftigen Economic Value Addeds abzüglich der Finanzschulden und Rückstellungen.⁵⁰ Der gesamte Economic Value Added ermittelt sich wie bei der Discounted-Cashflow-Methode, indem für die ersten Jahre jährlich differenziert berechnete Economic Value Addeds berechnet werden und die weiteren Jahre mit einem Residualwert, basierend auf einem nachhaltig erzielbaren ewigen Economic Value Added, erfasst werden.⁵¹

In Abbildung 9 wird die Economic-Value-Added-Methode anhand eines Beispiels dargestellt.

Abbildung 9: Economic-Value-Added-Methode

Positionen	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
INVESTED CAPITAL					
Anfang Geschäftsjahr	2 159 000	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000
Ende Geschäftsjahr	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000	2 200 000
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)					
Total NOPAT	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
ROIC-WACC-SPREAD					
ROIC (Return on Invested Capital)	13,06%	13,26%	13,46%	13,66%	13,87%
abzüglich WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Total ROIC-WACC-Spread	5,14%	5,34%	5,53%	5,74%	5,94%
Durchschnittlich investiertes Kapital					
multipliziert mit ROIC-WACC-Spread	111 000	116 000	121 000	125 000	130 000
Residual Value					
Residual Growth Rate					0,00%
mit WACC 7,92%					1 646 000
Barwertfaktoren					
mit WACC 7,92%	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%
TOTAL EVA PV (PRESENT VALUE)	103 000	99 000	96 000	92 000	1 213 000
EVA PV					391 000
Residual Value PV					1 213 000
Invested Capital PV					2 159 000
Unternehmenswert Betrieb brutto					
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				100%	-829 000
Unternehmungswert Betrieb netto					
zuzüglich nichtbetriebliche Werte					650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				0%	000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020					
					3 584 000

2.2.4 Prämisse gleicher Unternehmenswertresultate bei den verschiedenen Ertragswertmethoden

Die Unternehmenswerte bei gleichzeitiger Anwendung der verschiedenen Ertragswertmethoden mit den gleichen Grunddaten müssen grundsätzlich zu den gleichen Ergebnissen führen.⁵² Resultieren grössere Abweichungen der Unternehmenswerte, sind entweder die Unternehmensbewertungsformeln nicht korrekt und/oder die zugrunde liegenden Daten nicht konsistent.

Als Ertragswertmethoden werden vielfach die reine Ertragswertmethode (EW-Methode), die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) und die Economic-Value-Added-Methode (EVA-Methode) eingesetzt.⁵³ Entscheidend ist, und in diesem Punkt sind sich diese Methoden gleich, dass grundsätzlich auf den Ertrag des zu bewertenden Unternehmens abgestützt wird. Die Form der Berücksichtigung des Ertrags des zu bewertenden Unternehmens erfolgt indessen jeweils unterschiedlich. Bei der reinen EW-Methode ist es nämlich der Reingewinn, bei der DCF-Methode der Free Cashflow und bei der EVA-Methode der über die Normalrendite der Substanz hinaus erzielte Mehrertrag bzw. -gewinn.

Wird die DCF-Methode korrekt angewendet, indem sie insbesondere einen ganzen Investitionszyklus umfasst, wird evident, dass die Summe aller Cashflows abzüglich der Investitionen der Summe der Reingewinne bei der reinen EW-Methode entspricht und diese Summe

wiederum, bei korrekter Anwendung der EVA-Methode, indem mit dem aus den Grunddaten resultierenden ROIC-WACC-Spread und dem entsprechenden Invested Capital operiert wird, mit der Summe der Economic Value Addeds zuzüglich des Invested Capital übereinstimmt. Alle drei Ertragswertmethoden müssen folglich zwingend zu den gleichen Ergebnissen führen. Aufgrund der vielen Abhängigkeiten sind auch unter Berücksichtigung dieser Prämisse geringfügige Abweichungen der einzelnen Unternehmenswertresultate voneinander möglich. Würden die Abweichungen indessen mehr als fünf Prozent – als Streuungsmass wird sinnvollerweise die Standardabweichung in Prozenten verwendet – betragen, müssten die Resultate einer Prüfung unterzogen werden. Ursachen für zu grosse Differenzen könnten die falsche Anwendung der Unternehmensbewertungsformeln oder nicht konsistent verwendete Daten sein. Die drei vorerwähnten Ertragswertmethoden zeigen die Unternehmenswertergebnisse in Abbildung 10.

Abbildung 10: Unternehmenswert-ergebnisse Ertragswertmethoden

Ertragswertmethoden	CHF/%
Reiner Ertragswert detailliert	3 615 000
Discounted-Cashflow-Wert	3 420 000
Economic-Value-Added-Wert	3 584 000
Ø der Ertragswertmethoden	3 540 000
Standardabweichung	2,96%

Aufgrund der geringen Standardabweichung ist eine weitere Prüfung der Ergebnisse vorliegend nicht erforderlich.

2.3 Mischmethoden

Beim Mischverfahren werden verschiedene Methoden kombiniert. Es werden einzelne Aspekte, wie zu bewertende Geschäftsjahre, Gewichtung dieser Geschäftsjahre, Anzahl Zukunftsgewinne und die Gewichtung des Verhältnisses zwischen den einzelnen Methoden berücksichtigt. Zwei dieser Mischverfahren werden in der Folge näher erörtert, nämlich die Mittelwert- bzw. Praktikermethode und die temporäre Übergewinnkapitalisierung bzw. verkürzte Goodwillrentendauer.

2.3.1 Mittelwert- bzw. Praktikermethode

Die Mittelwert- bzw. Praktikermethode (MW-Methode) wird in der Praxis seit vielen Jahren und bis dato sehr häufig angewendet. Die Basis der MW-Methode bilden die beiden Elemente Substanzwert und Ertragswert, wovon das einfache oder ein gewogenes arithmetisches Mittel den Unternehmungswert bildet.⁵⁴ Diese Unternehmensbewertungsmethode stellt damit einen Kompromiss zwischen reiner Ertragswert- und reiner Substanzwertbetrachtung dar. Gerade

Abbildung 11: Mittelwert- bzw. Praktikermethode mit 2 x Ertragswert und 1 x Substanzwert

Positionen	Gewichtung/%	CHF
Substanzwert Betrieb brutto	1	2 159 000
Ertragswert Betrieb gewichtet mit Faktor	2	7 402 000
Zwischensumme		9 561 000
Unternehmungswert Betrieb brutto	: 3	3 187 000
Es wird der Unternehmenswert Betrieb brutto gerechnet aus dem gewogenen arithmetischen Mittel aus Substanz- und Ertragswert		
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen	100%	-829 000
Unternehmungswert Betrieb netto		2 358 000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte		650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen	0%	000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020		3 008 000

Abbildung 12: Mittelwert- bzw. Praktikermethode mit 1 x Ertragswert und 1 x Substanzwert

	Gewichtung/%	CHF
Substanzwert Betrieb brutto	1	2 159 000
Ertragswert Betrieb gewichtet mit Faktor	1	3 701 000
Zwischensumme		5 860 000
Unternehmungswert Betrieb brutto	: 2	2 930 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen	100%	-829 000
Unternehmungswert Betrieb netto		2 101 000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte		650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen	0%	000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020		2 751 000

dieser Kompromiss führt aber zu ihrem grössten Mangel, indem die theoretische Begründung ihrer Richtigkeit naturgemäss nicht möglich ist.⁵⁵ Eine Alternative ist die MW-Methode dann, wenn im konkreten Fall angenommen werden kann, dass sie zu vergleichbaren Resultaten führen wie betriebswirtschaftlich fundierte Methoden, wobei dies im Gutachten gesondert zu begründen und zu belegen ist.⁵⁶

Die MW-Methode ist in der Lehre wegen dieses Mangels auf Kritik gestossen und wird deswegen von ihr kaum mehr vertreten. In der schweizerischen Praxis wird sie hingegen gerade für die Bewertung von kleinen Unternehmen immer noch sehr häufig eingesetzt.⁵⁷ Im Ausland wird die Mittelwert- bzw. Praktikermethode dagegen praktisch nicht angewendet.⁵⁸

Die Steuerbehörden der Kantone verwenden unverändert für die Bestimmung der Beteiligungssteuerwerte die gewogene MW-Methode für die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer.⁵⁹

Selbst das Bundesgericht scheint in dieser Betrachtung verhaftet zu sein, indem gemäss seiner Rechtsprechung Substanz- und Ertragswert grundsätzlich bei der Bestimmung des wirklichen Werts eines Unternehmens zu berücksichtigen sind.⁶⁰

In der Schweiz hat sich die MW-Methode in dem Sinn weiterentwickelt, dass der Ertragswert mehrfach – in der Regel zweifach – und der Substanzwert einfach gewichtet werden.

In Abbildung 11 wird die Mittelwert- bzw. Praktikermethode anhand eines Beispiels dargestellt.

Wie kann die Abweichung der Praktiker- oder Mittelwertmethode von den drei anderen Methoden begründet werden? Die Differenz rührt daher, dass einerseits das bewertete KMU einen im Vergleich zur eingesetzten Substanz höheren Ertrag erzielt und damit der Ertragswert über dem Substanzwert liegt und andererseits die Praktiker- oder Mittelwertmethode den Goodwill durch ihre Kombination von Substanzwert und

Abbildung 13: Temporäre Übergewinnkapitalisierung bzw. verkürzte Goodwillrentendauer*

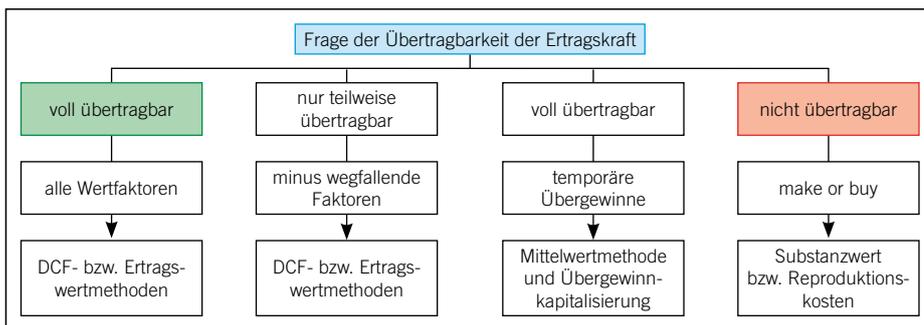
Positionen	Grundlagen		Total
	CHF%/Jahre/Faktor		CHF
Massgebende Faktoren			
Substanzwert netto vor Finanzschulden und Rückstellungen		2 159 000	
Zukunftserfolg vor Fremdkapitalzinsen, nach Steuern		293 000	
Finanzschulden verzinslich		750 000	
Fremdkapitalkostensatz		4,00%	
WACC		7,92%	
Goodwillrentendauer in Jahren		3 Jahre	
Unternehmensbewertungsformel		2 159 000	
Substanzwert + Barwert von 5 Übergewinnen			
Übergewinn			
Zukunftserfolg vor Fremdkapitalzinsen, nach Steuern			293 000
Normalverzinsung Substanz	2 159 000	7,92%	-171 000
Übergewinn			122 000
Substanzwert			2 159 000
Barwert von 5 Übergewinnen	122 000	2,5806	315 000
Unternehmungswert Betrieb brutto 31. Dezember 2020			2 474 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen		100%	-829 000
Unternehmenswert Betrieb netto 31. Dezember 2020			1 645 000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte			650 000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen		0%	000
Unternehmungswert per 31. Dezember 2020			2 296 000

*S. zum Bewertungsmodell die Ausführungen bei Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., 1998, S. 122 ff., Erörterung der Funktionen und m.w.H.

Abbildung 14: Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung

Positionen	Equity-Methode	Entity-Methode
	CHF/%	CHF/%
Substanzwert netto nach bzw. vor Finanzschulden und Rückstellungen	1330000	2159000
Finanzschulden verzinslich	750000	750000
Fremdkapitalkostensatz K_{FK}	4,00%	4,00%
Eigen- bzw. Gesamtkapitalkostensätze K_{EK} bzw. WACC	9,29%	7,92%
Zukunftserfolg nach bzw. vor Fremdkapitalzinsen, nach Steuern	263000	293000
Normalverzinsung Substanz	-124000	-171000
Ertragskraft bzw. Übergewinn jährlich	139000	122000

Abbildung 15: Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung und anwendbare Unternehmensbewertungsmodelle*



* S. dazu auch Hütte Tobias / Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», S. 86.

3. Übertragbarkeit der Ertragskraft

Mit der Übertragbarkeit der Ertragskraft wird ein zentrales Thema der Unternehmensbewertung von KMU angesprochen.

Begrifflich ist unter Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung der Gewinn nach Zinsen (Equity-Methode) bzw. der Gewinn vor Zinsen (Entity-Methode) nach Normalverzinsung der Nettosubstanz mit dem Eigenkapitalkostensatz K_{EK} (Equity-Methode) bzw. der Bruttosubstanz (Entity-Methode) mit dem Gesamtkapitalkostensatz WACC zu verstehen.⁶² Auch dies sei anhand des Beispiels in Abbildung 14 dargelegt.

Im vorliegenden Beispiel ist die jährliche Ertragskraft bzw. der jährliche Übergewinn über die Normalverzinsung der Substanz ermittelt worden. Es stellt sich nun die Frage, ob und ggf. in welchem Umfang und für wie lange diese Ertragskraft bzw. dieser Übergewinn im Rahmen einer Transaktion von der übergebenden Person an die übernehmende Person übertragen werden kann.

3.1 Grundlegende Überlegung

Bei KMU kommt der Frage der Übertragbarkeit der Ertragskraft bzw. des Übergewinns bei der Unternehmensbewertung besondere Bedeutung zu. Auf diesen Umstand weist die Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» und der dazugehörige Kommentar explizit hin.⁶³

In einem ersten Schritt ist festzustellen, ob die Frage der Übertragbarkeit der Ertragskraft bei der Unternehmensbewertung in Abhängigkeit vom Bewertungszweck und von der jeweiligen Wertkonzeption überhaupt berücksichtigt werden muss. Sofern es um die Berechnung von Verkehrswerten geht, wird jedenfalls immer ein Verkauf und damit auch ein Wegfall des bisherigen Eigentümers angenommen, wobei dieser Wegfall abrupt und umfassend oder auch sukzessive und nur teilweise erfolgen kann, womit sich das gesamte Spannungsfeld eröffnet.⁶⁴ Daneben gibt es Bewertungssituationen, bei denen diese Frage nicht weiter zu thematisieren ist, beispielsweise bei Unternehmenszusammenschlüssen, seien es echte oder unechte Fusionen wie die Quasifusion, mit welchen die Erzielung echter Synergien und miteingeschlossen die Erhöhung der Ertragskraft beabsichtigt wird.⁶⁵

Die zentrale Frage bezüglich der Übertragbarkeit der Ertragskraft bzw. des Übergewinns lautet, ob und ggf. inwieweit die Ertragskraft des Unternehmens mit dessen bzw. deren Eigentümer/n verbunden ist und damit nur bedingt an die übernehmende Person übertragbar ist. Diesbezüglich sind namentlich folgende Aspekte des Unternehmens näher zu analysieren:

1. Eigentümerbezogene Einflüsse auf die operative Ertragskraft eines KMU
2. Eigentümerbezogene Kapitalstruktur und Finanzierung eines KMU

3. Eigentümerbezogene Vergütungen der Geschäftsführung
4. Abgrenzung privates Vermögen bei Personenunternehmen

Während die Aspekte Kapitalstruktur und Finanzierung, Vergütung der Geschäftsführung und allfälliges privates Vermögen weitgehend objektiv beurteilt werden können, bietet die Frage der Übertragbarkeit der Ertragskraft häufig grössere Schwierigkeiten in ihrer Analyse, worauf sich die folgenden Ausführungen konzentrieren.

Erst einmal ist festzustellen, dass nicht jeder Eigentümerwechsel die Übertragbarkeit der Ertragskraft negativ tangiert. Ist die Ertragskraft system- und wissensbedingt in einem hohen Umfang im Unternehmen implementiert, bleibt sie bei einem Eigentümerwechsel weiterhin mit dem Unternehmen verbunden. Gleich verhält es sich, wenn Schlüsselpersonen, beispielsweise operative Leiter, die für einen grossen Teil der Ertragskraft verantwortlich sind, weiterhin im Unternehmen verbleiben. Ähnliche Wirkungen zeigen sich bei standortabhängigen Unternehmen, beispielsweise Unternehmen mit Passantenlagen und Logistikunternehmen, bei denen die Ertragskraft primär vom optimalen Verkehrsstandort abhängt.

Sieht die Situation anders aus, indem beispielsweise Kunden und die mit diesen im Zusammenhang stehenden Erträge vom bzw. von den Eigentümer/n des KMU bestimmt sind, muss diesem Umstand in der Bewertung entsprechend Rechnung getragen werden, indem diese Ertragskraft in der konkreten Situation folglich

- nur eingeschränkt,
- nur temporär oder
- nicht übertragbar sein kann.

Es zeigt sich das Bild in Abbildung 15.

Kann die Ertragskraft nicht übertragen werden, kommt i.d.R. der Substanz- bzw. Liquidationswert als Wertmass zum Tragen und alternativ die Kosten einer Reproduktion des Unternehmens im Sinn der Alternative Make-or-buy.

Bei nur teilweise übertragbarer Ertragskraft fallen Teile der personenbezogenen Einflüsse mit Ausscheiden des bisherigen Eigentümers weg. Dieser Umstand muss in der Planung durch eine Anpassung der Erlöse und Aufwendungen berücksichtigt werden.

Die bei KMU bedeutsamsten Situationen einer nur temporär übertragbaren Ertragskraft sind ausgeprägte Kundenbeziehungen i.S. von Bestandskunden, die eigentümerbezogene Fähigkeit der Akquisition von Neukunden und ein eigentümerbezogenes fachspezifisches Know-how. Der darauf entfallende Wertbeitrag sollte analysiert und dann abgeschmolzen bzw. nur temporär berücksichtigt werden. Erst danach kann in die Restwert-

Abbildung 16: Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung und anwendbare Unternehmensbewertungsmodelle*

Übertragbarkeit Ertragskraft	Berechnungsgrundlagen	Unternehmensbewertungsmodell
voll übertragbar	alle Wertfaktoren	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit allen Wertfaktoren
nur teilweise übertragbar	Elimination wegfallende Wertfaktoren	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit wegfallenden Faktoren
nur temporär übertragbar	Abschmelzen Übergewinne bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung und verkürzte Goodwillrentendauer	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit abschmelzenden Übergewinnen, Mittelwertmethode, EVA-Methode, temporäre Übergewinnkapitalisierung bzw. verkürzte Goodwillrentendauer
nicht übertragbar	Bestandeswertfaktoren	Substanz- bzw. Liquidationswert und alternativ Reproduktionswert

* S. dazu auch Hüttche Tobias / Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», S. 86.

phase übergeleitet werden, wobei es dafür angemessen sein kann, statt eines Fortführungswerts den Liquidationswert einzusetzen.

3.2 Varianten der Berechnung und Unternehmensbewertungsmodelle

In Abhängigkeit zur Übertragbarkeit der Ertragskraft kommen verschiedene Varianten der Berechnung, verbunden mit diese Berechnungen erfassenden Unternehmensbewertungsmodellen, zum Einsatz. (S. dazu bereits Abbildung 15.)

In der Folge konzentrieren sich die Erörterungen auf die Situation der nur temporären Übertragbarkeit der Ertragskraft, da die Berechnungsmethoden, wie die Übersicht in Abbildung 16 verdeutlicht, für die anderen Varianten vergleichsweise klar sind.

Die verschiedenen Unternehmensbewertungsmodelle sind bereits in den obigen Kapiteln dargestellt worden. Nachstehend wird nur noch deren Eignung hinsichtlich der nur temporär übertragbaren Ertragskraft geprüft.

3.3 Bei DCF- bzw. Ertragswertmodellen mit abschmelzenden Übergewinnen

Eine nur temporär übertragbare Ertragskraft kann durch Abschmelzen der Übergewinne erfasst werden. Der schwindende Einfluss der eigentümerbezogenen Ertragskraft wird in diesem Modell durch eine Reduktion der Übergewinne im Zeitverlauf erfasst.

Dabei sei erwähnt, dass die gesamte Ertragskraft des Unternehmens in dieser Phase nicht zwingend schwinden muss, indem der Unternehmer selbst die Ertragskraft des Unternehmens durch seinen Einsatz und seine Fähigkeiten weiterzuführen und zu erhalten vermag. Dies ist jedoch auf dessen Einsatz und Fähigkeiten zurückzuführen. Hier gilt das Prinzip, dass niemand sich selber kauft.

Als Unternehmensbewertungsmodell eignen sich DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit einer detaillierten und alsdann abschliessenden Restwertphase. Das nachfolgende Beispiel basiert auf der reinen Ertragswertmethode wie vorgängig in Kapitel 2.2.1 Reine Ertragswertmethode

und in Abbildung 6 Reine detaillierte Ertragswertmethode dargestellt (s. Abbildung 17).⁶⁶ Der Unternehmenswert ist bei dieser Variante mit dem angenommenen Abschmelzen der Übergewinne um gesamthaft 1 355 000 Franken oder 37,48 Prozent kleiner als bei Berechnung mit allen Wertfaktoren wie in Abbildung 6 dargestellt.

Erwähnt sei, dass die gleiche Berechnung auch mittels der DCF-Methode mit Free Cashflows gemacht werden kann.

3.4 Bei der Economic-Value-Added-Methode

Auch die Economic-Value-Added-Methode arbeitet mit Übergewinnen. Diese ergeben sich aus dem ROIC-WACC-Spread und dessen Multiplikation mit dem durchschnittlich investierten Kapital der verschiedenen Jahre und werden als Economic Value Added bezeichnet.

Wird die Übertragbarkeit der Ertragskraft temporär unter Zuhilfenahme der Economic-Value-

Added-Methode auf drei Jahre begrenzt, würde sie, gestützt auf die Daten im Beispiel Abbildung 9, temporär auf die Jahre 2021 bis 2023 begrenzt (s. Abbildung 18).

Im vorliegenden Fall der temporären Begrenzung der Übertragbarkeit der Ertragskraft auf drei Jahre ergibt sich gegenüber der Berechnung mit allen Wertfaktoren eine Reduktion des Unternehmenswerts von 1 306 000 Franken oder 36,44 Prozent. Im Vergleich zur reinen detaillierten Ertragswertmethode mit abschmelzenden Übergewinnen zeigt sich ein fast identisches Resultat. Dies mag im vorliegenden Fall mit den angenommenen Grundlagen zu tun haben, weshalb es durchaus sinnvoll ist, mehrere oder gar alle Varianten bei nur temporär übertragbarer Ertragskraft zu berechnen.

3.5 Bei der verkürzten Goodwillrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung

Die verkürzte Goodwillrentendauer bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung ist ebenfalls eine Übergewinn-Methode. S. dazu bereits vorgeannt in Kapitel 2.3.2 und Abbildung 13 die ausführlichen Erörterungen und Darstellungen. Die verkürzte Goodwillrentendauer bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung ergibt, ebenfalls mit einer temporären Begrenzung der Übertragbarkeit der Ertragskraft auf drei Jahre gerechnet, einen Unternehmenswert von 2 296 000 Franken, welcher fast deckungsgleich mit den beiden vorstehenden Methoden ist.

Die Abweichung zur Economic-Value-Added-Methode ergibt sich dadurch, dass bei dieser mit den im Detail geplanten Übergewinnen der drei ersten Jahre und bei der verkürzten Good-

Abbildung 17: Reine Ertragswertmethode mit abschmelzenden Übergewinnen

	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Invested Capital					
Anfang Geschäftsjahr	2 159 000	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000
Ende Geschäftsjahr	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000	2 200 000
abzüglich Verzinsung Invested Capital	-171 000	-172 000	-172 000	-174 000	-174 000
Übergewinn*	111 000	116 000	121 000	125 000	130 000
Abschmelzrate Übergewinn	0%	25%	50%	75%	100%
abzüglich wegfallender Übergewinn	0	-29 000	-61 000	-94 000	-130 000
Übertragbare Übergewinne	111 000	87 000	60 000	32 000	0
Übertragbare NOPAT	282 000	259 000	232 000	206 000	174 000
Barwertfaktoren	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%
Barwerte übertragbare NOPAT	261 000	222 000	185 000	152 000	161 900
Total Unternehmenswert Betrieb brutto					2 439 000
Implizierte Kapitalkosten mit WACC					12,02%
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen					-829 000
Unternehmenswert Betrieb netto					1 610 000
zuzüglich nicht betriebliche Werte					650 000
Unternehmenswert per 31. Dezember 2020					2 260 000

* Dieser Übergewinn deckt sich mit dem Economic Value Added bzw. dem mit dem ROIC-WACC-Spread multiplizierten durchschnittlich investierten Kapital. S. dazu Abbildung 9 Economic-Value-Added-Methode.

willrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung mit dem durchschnittlichen NOPAT der ganzen Planungsphase gerechnet wird.

Der Vorteil der verkürzten Goodwillrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung liegt in einer gegenüber der Economic-Value-Added-Methode einfachen Ausdehnung der Goodwillrentendauer über die Detailplanungsphase. So kann mit dem durchschnittlichen NOPAT eine beliebig lange Goodwillrentendauer unterlegt werden, welche bei entsprechender Länge zu einer Kapitalisierung des Übergewinns und damit zu einem Vollwert wie bei der DCF- bzw. reinen Ertragswertmethode mit allen Wertfaktoren führen würde.

3.6 Bei der Mittelwert- bzw. Praktikermethode

Die Mittelwert- bzw. Praktikermethode führt, wie vorgängig in Kapitel 2.3.1 und den Abbildungen 11 und 12 bereits ausführlich erörtert und dargestellt, zu einer Brechung des Goodwills im Verhältnis des Miteinbezugs von Substanzwert und Ertragswert in die Berechnungen.

Die Brechung des Goodwills ist im Endeffekt eine systematische, jedoch nicht quantifizierbare verkürzte Goodwillrentendauer. Wie die Beispiele in den Abbildung 11 und 12 zeigen, reduziert sich der Unternehmenswert auf 3008000 bzw. 2751000 Franken, was jedoch gegenüber den drei anderen vorgängig dargestellten Methoden im vorliegenden Beispiel verhältnismässig hoch ist und zur Erkenntnis führt, dass die Mittelwert- bzw. Praktikermethode mit einer verhältnismässig hohen Goodwillrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung rechnet. Dabei hängen diese beiden Resultate vom allein entscheidenden Faktor der Gewichtung von Substanzwert und Ertragswert ab.

In einer verbalisierten Funktion ausgedrückt, ergibt sich Folgendes, wobei ein gegenüber dem Substanzwert höherer Ertragswert zugrunde gelegt wird, sodass ein Goodwill resultiert:

- Je grösser die Gewichtung des Ertragswerts im Verhältnis zum Substanzwert ausfällt, desto länger ist die Goodwillrentendauer bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung.
- Je kleiner die Gewichtung des Ertragswerts im Verhältnis zum Substanzwert ausfällt, desto kürzer ist die Goodwillrentendauer bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung.

Deutlich wird dies im vorliegenden Fall anhand der beiden Beispiele in den Abbildungen 11 und 12:

- Der Unternehmenswert gemäss Abbildung 11 von 3008000 Franken führt, mit der Methode der verkürzten Goodwillrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung gerechnet, zu einer Goodwillrentendauer bzw. temporären Übergewinnkapitalisierung von gut

Abbildung 18: Temporäre Economic-Value-Added-Methode

	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
Invested Capital					
Anfang Geschäftsjahr	2159000	2166000	2174000	2182000	2191000
Ende Geschäftsjahr	2166000	2174000	2182000	2191000	2200000
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)					
Total NOPAT	282000	288000	293000	299000	304000
ROIC-WACC-Spread					
ROIC (Return on Invested Capital)	13,06%	13,26%	13,46%	13,66%	13,87%
abzüglich WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Total ROIC-WACC-Spread	5,14%	5,34%	5,53%	5,74%	5,94%
Durchschnittlich investiertes Kapital					
multipliziert mit ROIC-WACC-Spread	111000	116000	121000	0	0
Residual Value					
Residual Growth Rate					0,00%
mit WACC 7,92%					0
Barwertfaktoren					
mit WACC 7,92%	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%
Total EVA PV (PRESENT VALUE)	103000	99000	96000	0	0
EVA PV					298000
Invested Capital PV					2159000
Unternehmenswert Betrieb brutto					2457000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				100%	-829000
Unternehmungswert Betrieb netto					1628000
zuzüglich nichtbetriebliche Werte					650000
abzüglich Finanzschulden und Rückstellungen				0%	000
Unternehmungswert per 31. Dezember 2020					2278000

14 Jahren und bei einem Unternehmenswert wie in Abbildung 12 von 2751000 Franken von immerhin noch rund neun Jahren.

- Wäre der Ertragswert kleiner, würde zwar die Goodwillrentendauer bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung sich nicht verkürzen, der Goodwill würde jedoch in absoluten Zahlen an Bedeutung verlieren.

4. Fazit

Unternehmenswerte sind situativ und korrelieren folglich mit dem ihnen in der jeweiligen Situation zugrunde liegenden Bewertungsanlass, i.d.R. einer Normwertsituation, die bestimmt, ob ein Verkehrswert, wirklicher Wert, Scheidungswert, Erbteilungswert, Steuerwert usw. zu ermitteln ist.

Mit Bestimmung der Bewertungsaufgabe ergeben sich auch die Bewertungsmethode und Bewertungskonzeption, welche je nachdem eine nur beschränkte Übertragbarkeit der Ertragskraft zu berücksichtigen haben.

Ist dies der Fall, kann bei einer nur temporär übertragbaren Ertragskraft die Mittelwert- bzw. Praktikermethode, gerade bei einfachen Verhältnissen, gute und durchaus treffende, wenn auch nur systematische Ergebnisse zeigen. Bei relevanten Unternehmenswerten und insbesondere im Vergleich zu den Substanzwerten hohen Ertragswerten führen die anderen vorgestellten Methoden zu einer höheren Transparenz und Nachvollziehbarkeit der detaillierteren Berech-

nungen und, die Richtigkeit der zugrunde liegenden Analysen vorausgesetzt, höheren Präzision. ■

¹ DCF als Akronym für Discounted Cashflow, EVA für Economic Value Added.
² Um das Lesen nicht zu erschweren, sind in den geschlechtlich singular bezeichneten Begriffen die jeweils anderen Geschlechtsformen miteingeschlossen.
³ Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998 (zit. Helbling, Unternehmensbewertung), S. 31f.; Schön Etienne, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Diss. Zürich 2000, S. 20f.; Viel Jakob/Bredt Otto/Renard Maurice, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmensanteilen, 5. Aufl., Zürich 1975 (zit. Viel/Bredt/Renard), S. 19f.
⁴ S. stellvertretend für alle kantonalen Vermögenssteuern Art. 13f. StHG, wonach der Vermögenssteuer das gesamte Reinvermögen unterliegt, mithin auch Unternehmensvermögen bzw. Beteiligungen an Unternehmen, und das Vermögen grundsätzlich zum Verkehrswert bewertet wird.
⁵ S. in diesem Zusammenhang Kreisschreiben Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz vom 28. August 2008, Stand 27. Oktober 2020, Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer (zit. Kreisschreiben Nr. 28).
⁶ Gemäss Art. 8 Abs. 3 StHG sind Sachen und Rechte zum Verkehrswert im Zeitpunkt ihrer Einbringung zu bewerten.
⁷ Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), EXPERTsuisse, 2018 (zit. Fachmitteilung), Ziff. 10.
⁸ Honsell Heinrich, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 8. Aufl., Bern 2006, S. 303ff.; BSK OR I-Weber, Art. 396 N 2f., in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 3. Aufl., Basel 2003; Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Marc/Fankhauser Roland, Handkommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, Zürich 2016, Art. 396 N 1.
⁹ S. zum Begriff des funktionalen Unternehmenswerts Meier-Mazzucato Giorgio, Entgeltliche Unternehmensnachfolge von KMU mit Schwerpunkt steuerliche Aspekte, Bern 2009 (zit. Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge), Kapitel 8.3., S. 72ff.

- ¹⁰ S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.6., S. 96 ff.
- ¹¹ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 72 ff.
- ¹² S. zu den im Ausland praktizierten Unternehmensbewertungsmethoden die Umfrageergebnisse in Helbling, Unternehmensbewertung, S. 195 ff.
- ¹³ BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001, diverse Stellen; Flückiger Andreas, Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung, Was ist der «wirkliche» Aktienwert nach Art. 685b OR, in: Der Schweizer Treuhänder 2003, S. 265; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 232 ff.; Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Aufl., Zürich 2002 (zit. Volkart, Unternehmensbewertung), S. 80 ff.
- ¹⁴ Ob das separat zu bewertende, nichtbetriebliche Vermögen zum Fortführungs- oder zum Liquidationswert zu bewerten ist, kann nicht allgemein beantwortet werden, sondern hängt von seiner Funktion im Unternehmen ab. Tendenziell wird indessen betriebsfremdes abtrennbares Anlagevermögen zum Liquidationswert bewertet und nichtbetriebsnotwendige überhöhte Bestände des Umlaufvermögens, bspw. Vorräte, zum Fortführungswert. S. dazu ausführlich Helbling, Unternehmensbewertung, S. 235 ff.
- ¹⁵ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 76 ff. und 246 ff.; Viel/Bredt/Renard, S. 67 ff.; Volkart Rudolf, Wertorientierte Steuerpolitik, 2. Aufl., Zürich 2006 (zit. Steuerpolitik), S. 11 f. und 38; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 47 und 62. S. dazu auch Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.7.1., S. 100 ff.
- ¹⁶ Lorson Peter, Auswirkungen von Shareholder Value-Konzepten auf die Bewertung und Besteuerung ganzer Unternehmen, in: Küting Karlheinz, Weber Claus-Peter, Rechnungs- und Prüfungswesen, 1. Aufl., Herne/Berlin 2004, S. 39. S. auch Meier-Mazzucato Giorgio/Montandon Marc A., Aspekte der Unternehmensnachfolge und Unternehmensbewertung – Teil 3, TREX 6/2013 (zit. Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3), S. 346 m.w.H.
- ¹⁷ Seppelfricke Peter, Handbuch Aktien und Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 1. Aufl., Stuttgart 2003, S. 1. S. auch Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, S. 346 m.w.H.
- ¹⁸ Diese Übersicht findet sich in den Grundstrukturen bereits bei Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, Abbildung 15, und ist vorliegend erweitert und ergänzt worden.
- ¹⁹ Rudolf Markus/Witt Peter, Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich, Wiesbaden 2002, S. 55. S. auch Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, S. 346 m.w.H.
- ²⁰ Heumann Rainer, Value Reporting in IFRS-Abschlüssen und -Lageberichten, Düsseldorf 2005, S. 27. S. auch Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, S. 346 m.w.H.
- ²¹ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 85. S. auch Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.10.1, S. 129.
- ²² S. die detaillierten Ausführungen zum Substanzwert in Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.7.1., S. 100.
- ²³ Boemle Max, Der Jahresabschluss, Bilanz, Erfolgsrechnung, Anhang, 4. Aufl., Zürich 2001 (zit. Boemle), S. 125; Helbling Carl, Bilanz- und Erfolgsanalyse, 10. Aufl., Bern 1997, S. 89; Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung (HWP), 4 Bände, Zürich 1998, Kap. 2.3413 S. 182 f.; Swiss GAAP FER, Nr. 9 S. 55 ff. Der derivative Goodwill ist grundsätzlich bilanzierungspflichtig und auch bilanzierungsfähig, sofern er werthaltig ist.
- ²⁴ Es handelt sich dabei bspw. um Aus- und Weiterbildungswerte, Forschungswerte und Entwicklungswerte, Restrukturierungswerte, Organisationswerte. Boemle, S. 337; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 241 ff., insbesondere S. 243 f.; Swiss GAAP FER, Nr. 9 S. 55 ff.
- ²⁵ Boemle, S. 335 ff., insbesondere S. 337.
- ²⁶ BGE 120 II 259 E. 2b und 2c S. 262 ff. (Erbengemeinschaft X gegen Y. AG); BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001 E. 2b (Aktienwert); Helbling, Unternehmensbewertung, S. 214 ff.; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.1., S. 67.
- ²⁷ Im Zusammenhang mit der Umschaltung auf die Unternehmensbewertung zum Liquidationswert ist auf Art. 685a Abs. 3 OR hinzuweisen, wonach die statutarische Übertragbarkeitsbeschränkung dahinfällt, sobald die Gesellschaft in Liquidation tritt. S. u.v. Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, § 6 N 37.
- ²⁸ Schultze Wolfgang, Methoden der Unternehmensbewertung – Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, 2. Auflage, Düsseldorf 2003 (zit. Schultze, Unternehmensbewertung), S. 206. S. auch Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, S. 346 m.w.H.
- ²⁹ Schultze, Unternehmensbewertung, S. 5. S. auch Meier-Mazzucato/Montandon, Unternehmensnachfolge Teil 3, S. 346 f. m.w.H.
- ³⁰ Volkart Rudolf, Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 2. Aufl., Zürich 2006 (zit. Volkart Corporate Finance), S. 313 ff.
- ³¹ Volkart, Corporate Finance, S. 178 ff.
- ³² Volkart, Corporate Finance, S. 319 ff.
- ³³ S. dazu ausführlich Meier-Mazzucato Giorgio/Tasini Giulia, Kapitalkosten bzw. Kapitalkostensätze unter Berücksichtigung steuerlicher Aspekte mit Accounting bzw. Fundamental Beta, TREX 2/2019 (zit. Meier-Mazzucato/Tasini, Kapitalkosten), S. 96 ff.; Volkart, Corporate Finance, S. 181.
- ³⁴ Es sind dies insbesondere die reine Ertragswertmethode, die Discounted-Cashflow-Methode und die Economic-Value-Added-Methode.
- ³⁵ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 101 ff.; umfassend dargestellt von Mellerowicz Konrad Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, auf den Helbling verweist; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.10.2., S. 131.
- ³⁶ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 101; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 79 ff.
- ³⁷ S. zur Aufgliederung des Begriffs nichtbetriebliches Vermögen und Beispiele dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 1.1, S. 5 ff.
- ³⁸ S. analog sogleich die Discounted-Cashflow-Methode. Bei dieser werden anstelle der Gewinne Cashflows diskontiert bzw. kapitalisiert.
- ³⁹ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 105 ff.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 36 und 45 ff.
- ⁴⁰ Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.5., S. 94 ff.; Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, 14. Aufl., Zürich 2010 (zit. Boemle/Stolz), S. 686.
- ⁴¹ Es handelt sich in der Regel um eine Periode von drei bis acht Jahren. Boemle/Stolz, S. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 109; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 47, der von einer detaillierten Finanzplanung von bis zu zehn Jahren ausgeht.
- ⁴² Gemäss der Empfehlung der UEC, Vorgehensweise von Wirtschaftsprüfern bei der Bewertung ganzer Unternehmen, Dezember 1980, Abschnitt 4 c, werden zwei Prognosezeiträume mit differenziert ermittelten Free Cashflows unterschieden, nämlich für die ersten drei Jahre mit hoher Zuverlässigkeit und für die Jahre vier bis acht mit mittlerer Zuverlässigkeit. Für den Zeitraum danach wird mit einer ewigen Rente gerechnet (sog. Phasenmethode). Boemle/Stolz, S. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 173 und 613 ff.
- ⁴³ Boemle/Stolz, S. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 109; Volkart, Steuerpolitik, S. 15 f.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 47 und insbesondere S. 66.
- ⁴⁴ Boemle/Stolz, S. 690; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 109; Volkart, Steuerpolitik, S. 15 f.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 100 ff. mit ausführlichem Beispiel.
- ⁴⁵ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 143; Hoke Michaela, Unternehmensbewertung auf Basis EVA: Erfahrungen bei der Implementierung eines EVA-basierten Bewertungsmodells, in: Der Schweizer Treuhänder 9/2002 (zit. Hoke), S. 765; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 97 ff.; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.10.5., S. 134 f.
- ⁴⁶ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 143; Hoke, ST 2002, S. 766; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 98.
- ⁴⁷ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 143.
- ⁴⁸ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 143; Hoke, ST 2002, S. 765; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 98 f.
- ⁴⁹ Hoke, ST 2002, S. 767 f., die ausführlich die Vorteile der EVA-Bewertung gegenüber einer DCF-Bewertung darstellt.
- ⁵⁰ Es wird dabei wiederum der Gesamtkapital- bzw. Entity-Ansatz zugrunde gelegt. Volkart, Unternehmensbewertung, S. 99.
- ⁵¹ Hoke, ST 2002, S. 766 ff., die den Residual Value als Terminal Value bezeichnet; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 99.
- ⁵² Fachmitteilung, Kapitel 3.2. Bewertungsmethoden, N 55; Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Kommentierung der Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), EXPERTSuisse, 2018 (zit. Kommentierung Fachmitteilung), S. 61 ff.
- ⁵³ S. zu diesen Unternehmenswertmethoden Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, S. 128 ff. und ders., Unternehmensbewertung von KMU, Vision I 2004 unter http://www.itera.ch/images/files/downloads/vision/vision_2004_1.pdf.
- ⁵⁴ Bspw. 1-mal Substanz- und 1-mal Ertragswert oder 1-mal Substanz- und 2-mal Ertragswert usw. S. auch BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001 E. 2c (Aktienwert), wo die vom Amtsgericht eingesetzte Expertin für die Ermittlung des Unternehmenswerts den Substanzwert 1-mal und den Ertragswert 10-mal berücksichtigt hat.
- ⁵⁵ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 132; Fachmitteilung, Kapitel 3.2. Bewertungsmethoden, N 53; Kommentierung Fachmitteilung, S. 61 ff.
- ⁵⁶ S. dazu in der Fortsetzung unten Kapitel 3.6 bei der Mittelwert- bzw. Praktikermethode.
- ⁵⁷ Knüsel Daniel, Die Anwendung der Discounted-Cashflow-Methode zur Unternehmensbewertung, Diss., Winterthur 1994, S. 25 f., der aufgrund einer selbst durchgeführten Erhebung bei den Mitgliedern der Treuhänder-Kammer auf 68% kommt, die die Mittelwertmethode verwenden; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 196 f.
- ⁵⁸ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 197 ff., der eine Umfrage in Deutschland (1993) und zwei weltweite Umfragen (1994 und 1996) darstellt.
- ⁵⁹ Kreisschreiben Nr. 28, N 41, wonach sich der Unternehmenswert aus einem Mittel von Ertrags- und Substanzwert ergibt und der Ertragswert in der Regel aufgrund der zwei letzten vor dem massgebenden Bewertungsstichtag abgeschlossenen Jahresrechnungen bestimmt wird.
- ⁶⁰ BGE 120 II 259 E. 2b S. 261 (Erbengemeinschaft X gegen Y. AG); BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001 E. 2c (Aktienwert).
- ⁶¹ Helbling, Unternehmensbewertung, S. 122 ff.; Viel/Bredt/Renard.
- ⁶² S. zum WACC und dessen Parametern ausführlich Meier-Mazzucato/Tasini, Kapitalkosten, S. 100 ff.
- ⁶³ Fachmitteilung, Kapitel 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft; Kommentierung Fachmitteilung, S. 85 ff.
- ⁶⁴ Fachmitteilung, Kapitel 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft; Kommentierung Fachmitteilung, S. 86 f.
- ⁶⁵ So spricht das Fusionsgesetz denn auch nicht von Verkehrswerten, sondern verwendet den Begriff des wirklichen Werts. S. dazu bspw. Art. 7, 23 und 56 FusG.
- ⁶⁶ S. dazu auch Kommentierung Fachmitteilung, S. 89.