

# Bewertung von Start-ups

18. Oktober 2022, WU Wien



**Mag. David GLOSER**

Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Partner ECOVIS Austria  
Mitglied des Fachsenats für Steuerrecht der KSW

# Vorstellung

WU Studium 1991 – 1995 (Spezielle BWL: Prof. Bertl & Prof. Hirschler)

KPMG: 1994 bis 1999

Seit 2000 Partner ECOVIS Austria

ECOVIS – derzeit 180 MitarbeiterInnen in Österreich

(Mitglied des internationalen ECOVIS Netzwerks)

diverse Klienten, seit Anfang 2000 mit Venture Capital Fonds und Betreuung von Startups

Betreuung auch von vielen namhaften österreichischen Startup-Investoren, auch selbst Investor

Kleiner Auszug der Publikationen für fachliche Fragen im Startup Sektor:

*Gloser/Hölzl*, Steuerliche Implikationen von „Sweat Equity/Money“ in Österreich, SWK 34-35/2015, 1543

*Puchner/Gloser*, Ertragsteuerliche Behandlung von Wandeldarlehen, SWK 7/2019, 372

*Gloser/Kulnigg/Puchner*, Das steuerliche Dilemma bei Start-up-(Mitarbeiter-)Beteiligungsprogrammen - ein möglicher Lösungsansatz, RdW 9/2020, 709

*Puchner/Gloser*, Steuerliche Sonderfragen iZm Beteiligungsprogrammen, in *Fraberger/Plott/Walter* (Hrsg), Gegenwart und Zukunft des Konzernsteuerrechts, FS-Zöchling (2022), 491

1. Werden Bewertungsleistungen der Wirtschaftstreuhandler betreffend Startups nachgefragt?  
Praxisbericht
2. Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhandler vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung (Praktiker-Ansatz)
3. Steuerliche Implikationen: Bewertung von Mitarbeiteranteilen, Fragen der Berechnung des Sachbezugs, Sonderthema Liquidation Preference, Tilgung von Wandeldarlehen iVm § 8 (1) KStG
4. Diskussion/Fragen

- Die Investoren kommen meistens im Verhandlungsweg zum Konsens
- Oftmals spielen andere Überlegungen eine Rolle (wieviel Kapital braucht das Startup in den nächsten Monaten, wieviel darf die Verwässerung der Founder ausmachen, damit sie trotzdem motiviert bleiben; bzw. sich je nach Marktlage ändernde Umsatzmultiplikatoren)

Beispiel: 3 Founder derzeit 60 %, die restlichen 40 % halten jetzt schon Finanzinvestoren; EUR 3 Mio. Kapital für die nächsten 18 Monate notwendig, Founder sollten aber noch 48 % vor einer allfälligen nächsten Finanzierungsrunde halten;

Berechnung post-money: 3 Mio. EUR : 20 (Verwässerung Altgesellschafter, davon Founder 12 Prozentpunkte) \* 100 = 15 Mio. EUR  
Somit 12 Mio. EUR pre-money

- Aus meiner Praxiserfahrung: kaum gerichtlich beauftragte Sacheinlage/Gründungsprüfungen

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhänder vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung (Praktiker-Ansatz)

- Grundsätzlich eine Vielzahl von Bewertungsanlässen denkbar: Finanzierungsrunden, Exits, Übernahmen mit Share-Swaps, Impairment-Test auf Ebene des (Fonds-)Investors und Wandlung von Wandeldarlehen
- Objektivierter Unternehmenswert vs. subjektiver Unternehmenswert
- Kapitalisierungszinsfuß: Abweichungen von der herkömmlichen Ermittlung gemäß CAPM, methodisch denkmöglich? - nur beim subjektiven Unternehmenswert (zB Annahme VC-Fonds Soll-Rendite: 40 %)
- Länge der Nachhaltigkeitsdauer, „Abschneiden“ der ewigen Rente in der Mehrzahl der Fälle nicht möglich (Bsp. Ausnahme: COVID-IT—Applikationen)
- „Hockey-Stick-Planung“ iVm Konvergenzannahme (Tz 64 KFS BW 1) iVm Eingriff des Bewerter in die Zukunftsplanung

Lösungen dazu: Einziehen einer Grobplanungsphase mit zB 5 Jahren (nach der Detailplanungsphase von 3 – 5 Jahren), dann in die ewige Rente mit langfristig erzielbarer „Kapitalrendite“ auf Basis der Kapitalkosten → Keine nachhaltige „Überrendite“, da bei einem funktionierenden Markt normalerweise Konkurrenz auftritt und somit Überrenditen in der Regel nicht zulässt;

Fazit: auf die „Bremse steigen“ ist erlaubt und geboten!

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhänder vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung

So könnte man es – konform mit dem einschlägigen Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS BW 1 – aus meiner Sicht angehen (DCF, Ertragswertverfahren – Praktiker-Ansatz):

- a) Ausarbeitung verschiedener Szenarien und deren Gewichtung
- b) Einbeziehung von Insolvenzrisiken / Bestandswahrscheinlichkeiten und dadurch Wertermittlung auf Basis von mit Ausfallwahrscheinlichkeiten gewichteten zukünftigen finanziellen Überschüssen (Free Cashflows)
- c) Berücksichtigung des Risikos durch einen spezifischen Zuschlag im Diskontierungszinssatz

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhand vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung

Zu a):

Sinnvolle Methode; veranschaulicht zudem auch die Auswirkungen der Veränderung einzelner Parameter (zB Umsatzwachstum, Materialaufwandsquote etc.). Ein allfälliger Liquidationswert wird bei einem Start-up zumeist gegen Null tendieren und somit in einem gewichteten Mix von mehreren Szenarien keinen (nennenswerten) Wertbeitrag liefern.

Zu b):

Vorgehensweise wie im Fachgutachten empfohlen. Nach Tz 67 KFS/BW1 ist bei der Ermittlung der Erwartungswerte der zu diskontierenden finanziellen Überschüsse zu untersuchen, inwieweit das Unternehmen Insolvenzrisiken ausgesetzt ist. Die Berücksichtigung bewertungsrelevanter Insolvenzrisiken kann durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen. Siehe im Detail KFS/BW1\_E6 („Empfehlung der Arbeitsgruppe des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhand zur Berücksichtigung des Insolvenzrisikos“, beschlossen am 30.05.2017).

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhänder vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung

Jahre		P H A S E I					
		1	2	3	4	5	6
		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Finanzielle Überschüsse		0	500	750	1 200	1 800	3 000
Ausfallswahrscheinlichkeit		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bestandswahrscheinlichkeit		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Relevante Überschüsse		0	500	750	1 200	1 800	3 000
Zinssatz/Barwertfaktoren	10,0%	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564
Barwert der finanziellen Überschüsse		0	413	563	820	1 118	1 693
Summe der Barwerte in Phase I	<b>4 607</b>						



## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhand vorgehen, Besonderheiten der Startup-Bewertung

		P H A S E I					
Jahre		1	2	3	4	5	6
		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Finanzielle Überschüsse		0	500	750	1 200	1 800	3 000
Ausfallswahrscheinlichkeit/ <b>Rating B</b>		3,59%	4,21%	4,27%	4,11%	3,86%	3,63%
Bestandswahrscheinlichkeit		96,41%	92,35%	88,41%	84,77%	81,50%	78,54%
Relevante Überschüsse		0	462	663	1 017	1 467	2 356
Zinssatz/Barwertfaktoren	10,0%	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564
Barwert der finanziellen Überschüsse		0	382	498	695	911	1 330
Summe der Barwerte in Phase I	<b>3 816</b>						
		P H A S E I					
Jahre		1	2	3	4	5	6
		TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Finanzielle Überschüsse		0	500	750	1 200	1 800	3 000
Ausfallswahrscheinlichkeit/ <b>Rating CCC</b>		26,82%	20,02%	16,14%	13,48%	11,67%	10,08%
Bestandswahrscheinlichkeit		73,18%	58,53%	49,08%	42,47%	37,51%	33,73%
Relevante Überschüsse		0	293	368	510	675	1 012
Zinssatz/Barwertfaktoren	10,0%	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	0,564
Barwert der finanziellen Überschüsse		0	242	277	348	419	571
Summe der Barwerte in Phase I	<b>1 857</b>						

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhänder vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung

Zu c):

Nach dem Fachgutachten zur Unternehmensbewertung KFS/BW 1 nicht empfohlen. Wenn bei den relevanten finanziellen Überschüssen bereits Abschläge vorgenommen wurden (zB durch Ansatz von Ausfallswahrscheinlichkeiten) verbietet sich diese Vorgehensweise, da es ansonsten zu einer Doppelerfassung ein und desselben Risikos kommt.

## Wie würde man als beauftragter Wirtschaftstreuhänder vorgehen? Besonderheiten der Startup-Bewertung

Fazit:

- Die zu wählenden Parameter (Szenarienrechnung, Insolvenzwahrscheinlichkeiten, Eingriff in die Planung) wird jeder Gutachter anders wählen – somit große Bandbreiten möglich!

**Steuerliche Implikationen: Bewertung von  
Mitarbeiteranteilen; Fragen der Berechnung des Sachbezugs;  
Sonderthema: Liquidation Preference;  
Tilgung von Wandeldarlehen iVm § 8 (1) KStG**

- Mitarbeiter bekommen Anteile, Ermittlung des gemeinen Werts („Match“: Wiener Verfahren vs. letzte Finanzierungsrunde)
- Keine gesetzliche Regelung in Sicht (interessante Stundungsmöglichkeit in Deutschland): Österreichische Politik „schläft“....
- Möglichkeit der Liquidationspräferenz (Mitarbeiter ist erst ab dem Wert seines Einstiegs beteiligt, wird durch eine negative Liquidationspräferenz im Syndikatsvertrag geregelt) – dann kein Sachbezug ?!
- Tilgung von Wandeldarlehen – Einlage oder steuerpflichtiger Erlös auf Ebene des Startups = Bewertungsfrage!

## Diskussionen / Fragen

**Vielen Dank für die Aufmerksamkeit  
und schönen Abend!**