



Was ist meine Firma wert?

Am
richtigen
Ort.ch



Aargauische
Kantonalbank

Inhalt

Einleitung	4
1. Bei welchen Gelegenheiten werden Unternehmungen bewertet?	11
1.1 Kauf und Verkauf von Unternehmungen	12
1.2 Unternehmungsnachfolge	13
1.3 Beurteilung der aktuellen Vermögenslage	15
1.4 Beurteilung Wertzuwachs für strategische Entscheide und Management	16
2. Wer bewertet Unternehmungen?	19
2.1 Spezialisierte Merger- und Acquisitions-Firmen	19
2.2 Treuhänder und Wirtschaftsprüfer	20
2.3 Banken, Unternehmungsberater, Juristen	20
2.4 Steueramt	21
3. Nach welchen Methoden wird die Unternehmung bewertet?	23
3.1 Substanzwert-Methode	23
3.2 Ertragswert-Methode	25
3.3 Discounted-Cashflow-Methode	26
3.4 Multiples-Methode	27
3.5 Praktiker-Methode	29
3.6 Bewertung der Eidgenössischen Steuerverwaltung	30
4. Wie funktioniert die Substanzwert-Methode?	33
4.1 Ausgangslage Jahresrechnung	33
4.2 Bereinigung der Jahresrechnung	35
4.3 Ermittlung betrieblicher Substanzwert	39
4.4 Ermittlung nicht betrieblicher Substanzwert	39
4.5 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Substanzwert-Methode	40

5. Wie funktioniert die Ertragswert-Methode?	43
5.1 Ausgangslage Jahresrechnung	43
5.2 Bereinigung der Jahresrechnung	44
5.3 Ermittlung des nachhaltigen Ertrages	47
5.4 Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	48
5.5 Methode	51
5.6 Ermittlung des Goodwills	52
6. Wie funktioniert die Discounted-Cashflow-Methode?	55
6.1 Ausgangslage bereinigte Jahresrechnung	56
6.2 Ermittlung des Cashflows für die nächsten Jahre	58
6.3 Bestimmung des Gesamtkapitalkostensatzes	60
6.4 Berechnung des DCF-Wertes	61
7. Wie funktioniert die Multiples-Methode?	65
7.1 Ausgangslage bereinigte Jahresrechnung	65
7.2 Ermittlung der EBIT-Werte für die nächsten Jahre	66
7.3 Bestimmung der branchenüblichen Multiples	67
7.4 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Multiples-Methode	69
8. Wie funktioniert die Praktiker-Methode?	71
8.1 Ausgangslage Substanzwert und Ertragswert	71
8.2 Gewichtung des Ertragswertes	72
8.3 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Praktiker-Methode	72
9. Welches sind die Gründe für die Wertunterschiede der vorstehenden Bewertungsmethoden?	75
9.1 Gegenüberstellung der einzelnen Werte	75
9.2 Gründe für die Wertunterschiede	76
9.3 Hebelwirkungen	78
9.4 Gründe für die Wahl der Bewertungsmethode	79
10. Was ist der Unterschied zwischen dem Wert und dem Preis einer Unternehmung?	83
10.1 Preisbestimmende Faktoren des Verkäufers	83
10.2 Preisbestimmende Faktoren des Käufers	85
10.3 Variable Preisbestimmung (Earn-out-Verfahren)	86
11. Abschliessende Bemerkungen	89
Glossar	92
Autoren	95

Einleitung

Als Unternehmerin, als Unternehmer sind Sie sich gewohnt und darauf angewiesen, dass Sie Ihre Entscheidungen aufgrund verlässlicher Grundlagen fällen können.

Eine Unternehmensbewertung ist meistens eine sehr wichtige Grundlage für eine bedeutende unternehmerische oder persönliche Entscheidung!

Eine verlässliche Unternehmensbewertung muss folgende Bedingungen erfüllen:

- Methodisch korrektes Bewertungsverfahren und in allen Teilen nachvollziehbare Berechnungen. Deckt Wissenslücken auf und identifiziert Schwachstellen.
- Offenlegung der verwendeten Parameter (z. B. Kapitalisierungszinssfuß) und Begründung der getroffenen Annahmen.

Eine Unternehmensbewertung ist aber nicht bloss eine mathematisch-methodische Berechnung und Herleitung von objektiven Zahlen und Fakten, sondern auch die Beurteilung von hypothetischen Annahmen und subjektiven Einschätzungen aufgrund von zukunftsorientierten Finanz- und Marktdaten.

Als verantwortliche Person für Ihre Entscheidungen müssen Sie die Zusammenhänge und das Zustandekommen der Unternehmensbewertung verstehen können. Insbesondere müssen Sie erkennen können, welche Parameter und Faktoren je nach Interessenlage variabel sind und welche Bedeutung diese Variablen auf den Unternehmenswert haben. Mit dem Wissen über diese Grundlagen und die unterschiedlichen Bewertungsmethoden sind Sie in der Lage, bewusste und zweckmässige Entscheidungen zu treffen.

Diese Broschüre gibt Ihnen eine praktische Übersicht in die vielschichtige Materie der Unternehmensbewertung und konkrete Hinweise für den Nachvollzug und die Erstellung von Unternehmensbewertungen im KMU-Umfeld nach den verschiedenen Methoden.

Die Broschüre kann die professionelle Erstellung einer Unternehmensbewertung durch eine Expertin, einen Experten sowie die notwendige Vertiefung mit der Fachliteratur nicht ersetzen.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Unternehmenswert nicht mit dem Transaktionspreis gleichzusetzen ist. Ob z. B. der Käufer bereit ist, den objektiv ermittelten Unternehmenswert zu bezahlen, ist Gegenstand intensiver Preisverhandlungen und abhängig von vielen subjektiven Argumenten.

Wir wünschen Ihnen viel Spass bei der Lektüre dieser Broschüre.

Lassen Sie sich von Fachpersonen, welche mit Fremdwörtern um sich schlagen, nicht verunsichern; bleiben Sie cool – pardon gelassen – lassen Sie sich die verwendeten Methoden und Hypothesen deutsch und deutlich erklären. Sie werden nun lernen, die richtigen Fragen zu stellen!

Für den praktischen Nachvollzug der theoretischen

Überlegungen liegt ein einfacher Fall der **Muster AG vor:**

- Kleines Handels- und Produktionsunternehmen mit 5 Mitarbeitenden
- Aktionär ist gleichzeitig Verwaltungsrat und Geschäftsführer
- Elektrotechnische Branche mit Wachstumspotenzial – bisheriger Umsatz rund CHF 1 Mio. pro Jahr; Tendenz steigend
- Eingekaufte elektrotechnische Bauteile werden mit einer eigenen, patentierten Komponente maschinell bestückt
- Firma verfügt über ein weltweit geschütztes Patent für die elektronische Komponente und das Einbauverfahren; Ablauf des Patentes in 10 Jahren
- Für die Bestückung der Komponenten wurde eine Spezialmaschine angeschafft; Restlebensdauer ebenfalls rund 10 Jahre
- Die betriebseigene Liegenschaft umfasst ein Nebengebäude, welches betrieblich nicht genutzt wird
- Firma verfügt über eine 30%-Beteiligung an der Produktionsgesellschaft für die elektronischen Bauteile
- Die Beteiligung ist Hauptlieferantin der Bauteile
- Gleichwertige Bauteile werden auch von anderen Lieferanten in ähnlicher Qualität und zu ähnlichen Preisen geliefert

Geprüfte Jahresrechnung Muster AG

Bilanz	TCHF	%
Aktiven		
Umlaufvermögen		
Flüssige Mittel	100	8%
Kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	150	12%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	300	23%
– abzüglich Delkredere	(100)	– 8%
Vorräte	200	15%
Total Umlaufvermögen	650	50%
Anlagevermögen		
Beteiligungen	100	8%
Mobile Sachanlagen	200	15%
Immobilien Sachanlagen	00	23%
Immaterielle Werte	50	4%
Total Anlagevermögen	650	50%
Total Aktiven	1300	100%
Passiven		
Fremdkapital		
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	300	23%
Kurzfristig verzinsliche Verbindlichkeiten	200	15%
Langfristig verzinsliche Verbindlichkeiten	400	31%
Rückstellungen	100	8%
Total Fremdkapital	1000	77%
Eigenkapital		
Aktienkapital	100	8%
Gesetzliche Gewinnreserve	100	8%
Bilanzgewinn	100	8%
Total Eigenkapital	300	23%
Total Passiven	1300	100%

Der Aktionär, Verwaltungsrat und Geschäftsführer plant seine Nachfolge. Er zieht grundsätzlich eine familieninterne wie auch externe Lösung in Betracht. Bei der externen Lösung käme u.U. auch ein Verkauf an eine oder einen Mitarbeitenden infrage.

Die Muster AG mit diesen Vorgaben (Personalbestand von 5 Mitarbeitenden; Umsatz von rund CHF 1 Mio.) kann als sehr kleines KMU bezeichnet werden (Mikrounternehmung).

In der Schweiz gilt die Zahl der Vollzeitäquivalente als Abgrenzungskriterium für die Grössenklasse:

- 0 bis 9: Mikrounternehmen
- 10 bis 49: Kleinunternehmen
- 50 bis 249: Mittelunternehmen
- 250 und mehr: Grossunternehmen

Somit gelten Unternehmen mit bis zu 250 Vollzeitäquivalenten als KMU. In der Schweiz entspricht der KMU-Anteil gemessen an der Anzahl Unternehmen übrigens 99,6%. Der überwiegende Teil (87,1%) gilt als Mikrounternehmen. Die Grösse der Unternehmung ist in Bezug auf die Unternehmensbewertung von Bedeutung, weil bei grösseren Gesellschaften in der Praxis die anspruchsvolleren Bewertungsmethoden (z.B. Discounted-Cashflow-Methode) zur Anwendung kommen.

Geprüfte Jahresrechnung Muster AG

Erfolgsrechnung	TCHF	%
Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen	1'000	100%
Übrige betriebliche Erträge	30	3%
Total Betriebsertrag	1'030	103%
Materialaufwand	(410)	-40%
Personalaufwand	(380)	-35%
Übriger betrieblicher Aufwand	(100)	-10%
Abschreibungen	(30)	-3%
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	110	11%
Finanzaufwand	(30)	-3%
Betriebsergebnis vor Steuern	80	8%
Betriebsfremder Ertrag	20	2%
Ausserordentlicher Ertrag	10	-3%
Direkte Steuern	(25)	-3%
Jahresgewinn	85	9%

«Die Kunst der Planung
besteht darin, den
Schwierigkeiten
der Ausführung
zuvorzukommen.»

Luc de Clapier

1. Bei welchen Gelegenheiten werden Unternehmungen bewertet?

Im Folgenden wird die Bedeutung der im KMU-Umfeld am häufigsten anzutreffenden Anwendungsfälle besprochen.

Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die möglichen Anwendungsfälle und Techniken für die verschiedenen

Anlässe einer Unternehmensbewertung

Transaktionen

(mit *Eigentümerwechsel*)

- Kauf/Verkauf von Gesellschaften
- Aufnahme/Ausscheiden von Gesellschaftern
- Umwandlung/Spaltung/Vermögensübertrag/Fusion von Unternehmen
- Kapitalerhöhung/-herabsetzung
- Sanierung & Liquidation
- Nachfolgeregelungen

Statusbestimmung

(ohne *Eigentümerwechsel*)

- Wertorientierte Planung
- Wertorientierte Performance-Messung & Management-Entschädigung
- Wertorientiertes Reporting
- Bestimmung aktuelle Vermögenswerte & Steuerstatus bei Auseinandersetzungen (bspw. *Güterrecht*)

Funktion einer Unternehmensbewertung

Schiedswert (*Arbitriumwert*)

- Neutrales Bewertungsgutachten
- Unparteiische, objektive Wertermittlung ohne Interessenkonflikte

Entscheidungs- bzw.

Argumentationswert

- Subjektive Wertermittlung mit bestimmter Zielfunktion
- Entscheidungsgrundlage für eine Verhandlungspartei
- Due Diligence

Bewertungstechniken

Substanzwertbezogen (*statisch*)

Betriebliche Substanzwerte plus nicht betriebliche Vermögensteile.

Ertragswertbezogen (*zukunftsorientiert*)

Discounted-Cashflow-Bewertungen (DCF),
Gewinnkapitalisierungen.

Marktwertbezogen (*Vergleichswerte*)

Vergleichbare Unternehmungen & Transaktionen anhand Multiplikatoren.

Kombinierte Bewertungen

Preisfindung

Preis als Kompromiss zwischen objektiven und subjektiven Entscheidungswerten

1.1 Kauf und Verkauf von Unternehmungen

Die Bewertung der Unternehmung erfolgt im Hinblick auf einen beabsichtigten Eigentümerwechsel: Kauf und Verkauf einer ganzen Unternehmung oder Teile davon. Die Bewertung dient zur Bestimmung des Transaktionspreises.

Es ist unbestritten, dass die Wertvorstellungen des Käufers und der Verkäuferin aufgrund seiner emotionalen und subjektiven Interessen unterschiedlich sind: Die Verkäuferin berücksichtigt schwergewichtig all jene Faktoren, welche einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert haben; umgekehrt tendiert der Käufer aus Vorsichtsgründen dazu, die wertmindernden Risikofaktoren höher zu bewerten. Gerade bei KMU ist die Frage der Übertragung der Ertragskraft zentral. Wie viel Unternehmen bleibt ohne den bisherigen Unternehmer?. Je enger am Kunden gearbeitet wird, desto personenbezogener ist der Erfolg. Das Geschäftsmodell einer Tankstelle ist einfacher und vollständiger zu übertragen als ein personenbezogenes Business wie eine Treuhandgesellschaft. Nur für die tatsächlich übertragbare Ertragskraft wird ein Käufer etwas bezahlen.

Die vom Käufer oder von der Verkäuferin in Auftrag gegebene Unternehmensbewertung wird aus der Optik einer Partei ermittelt und enthält subjektive Faktoren. Für die nachfolgenden Preisverhandlungen müssen alle diese subjektiven Faktoren bekannt sein.

In Bezug auf die Bewertungsmethodik (siehe Kapitel 3) kommen in der KMU-Praxis folgende Methoden oder Kombinationen davon zur Anwendung:

- **Substanzwerte:** eher bei kleineren, anlageintensiven Unternehmen; häufig bei Transaktionen innerhalb der Familie; anzuwenden auch bei der Bestimmung der Vermögenswerte für Sicherheiten, Hinterlagen u. dgl.
- **Ertragswerte:** bei Transaktionen von grösseren, ertragsstarken Unternehmen; bei Transaktionen mit Dritten, die sich schwergewichtig an der künftigen Rendite der Unternehmung orientieren
- **Kombination beider Werte:** im KMU-Umfeld weit verbreitete Bewertung (sogenannte Praktiker-Methode: 2-mal Ertragswert plus 1-mal Substanzwert durch 3)
- **Marktwerte:** Vergleichswerte gewinnen zunehmend auch im KMU-Umfeld an Bedeutung: Der Wert der Unternehmung entspricht dem bezahlten Preis einer vergleichbaren Unternehmung in der Branche.

Die zweckmässige Unternehmensbewertung bei Kauf- und Verkaufstransaktionen zeichnet sich aus durch transparente und nachvollziehbare Angaben:

- Klare Angabe, in wessen Interesse die Bewertung in Auftrag gegeben wurde
- Offenlegung und Begründung der Wahl der Bewertungsmethode und des Bewertungszeitpunkts
- Vergleich der Bewertung der Relevanz und Zuverlässigkeit der vergangenheitsbezogenen Fakten und Werte
- Verständliche Beschreibung der zukunftsorientierten Finanzdaten und Offenlegung der zugrunde liegenden Quellen und Annahmen
- Beschreibung der wertbestimmenden Faktoren (*Kapitalisierungszinssatz, Risikozuschläge, Marktindikatoren etc.*) und Begründung der getroffenen Annahmen
- Offenlegung und Begründung weiterer subjektiver Faktoren (z. B. *Annahme von veränderter Marktlage, veränderte Organisation und Struktur, Auswirkung strategischer Veränderungen etc.*)

1.2 Unternehmungsnachfolge

Die Bewertung der Unternehmung erfolgt im Hinblick auf die beabsichtigte Übergabe der Unternehmung an einen bestimmten Nachfolger. Nebst der operativen Verantwortung geht auch das Eigentum der zu bewertenden Unternehmung auf die Nachfolgerin über.

Diese Übersicht verdeutlicht die unterschiedliche Interessenlage der beteiligten Kreise und damit die subjektiven und emotionalen Einflussfaktoren auf die Unternehmensbewertung.

Die möglichen Formen der Unternehmungsnachfolge können grundsätzlich wie folgt dargestellt werden:

Formen der Unternehmungsnachfolge

Schrittweise Nachfolgeregelung

Die operative und anteilige Übergabe erfolgt über eine bestimmte Periode. Die Unternehmensbewertung erfolgt i. d. R. gestaffelt, nach einer vorgängig bestimmten Methode.

Endgültige Nachfolgeregelung

Die operative und rechtliche Übergabe der Unternehmung erfolgt unmittelbar mit der Transaktion. Die Unternehmensbewertung erfolgt i. d. R. auf den Transaktionsstichtag.

Kreis der Nachfolger

Familienintern

Die Übergabe erfolgt im Kreis der engeren oder weiteren Familie; die Konditionen der Transaktion sind i. d. R. nicht «neutral».

Bestehendes Management

Mitarbeitende erwerben mittels «Management-Buy-out» die Anteile der Unternehmung; die Konditionen sind i. d. R. «günstig».

Neue externe Dritte

Neues Management («Management-Buy-in») oder Dritte erwerben die Gesellschaft; die Konditionen entsprechen einem Drittvergleich.

Die zweckmässige Unternehmensbewertung bei Nachfolgeregelungen zeichnet sich, nebst den vorstehend beschriebenen allgemeinen Bedingungen in Kapitel 1.1, zusätzlich aus durch folgende Vorkehrungen:

- Die subjektiven und emotionalen Aspekte mit wertbestimmendem Einfluss sind offen zu nennen und zu quantifizieren (z.B. *reduzierte Risikofaktoren, weil das bestehende Management die Firma übernimmt*).
- Die «Vergünstigungen» sind zu begründen, damit diese bei einer familieninternen Auseinandersetzung standhalten (z.B. *die überdurchschnittlichen Leistungen des übernehmenden Sohnes haben wesentlich zum Mehrwert der Unternehmung beigetragen*).
- Die Wahl der Bewertungsmethode ist ausdrücklich zu begründen und die anzuwendenden Faktoren bei der Neubewertung (z.B. *bei schrittweiser Übergabe*) sind zu bestimmen.

1.3 Beurteilung der aktuellen Vermögenslage

Die Bewertung der Unternehmung erfolgt zur Bestimmung der aktuellen Vermögenslage (Status). Eine Transaktion ist nicht unmittelbar vorgesehen. Der Status zeigt den aktuellen Stand des Netto-Substanzwertes auf: Vom aktuellen Verkehrswert der Aktiven (Umlauf- und Anlagevermögen) werden die aktuellen Verpflichtungen (Fremdkapital inkl. Rückstellungen) in Abzug gebracht.

Diese Bewertung zu Wiederbeschaffungszeitwerten erfolgt i. d. R. im Hinblick auf einen Vergleich mit einer entsprechenden früheren Bewertung und soll den Vermögensmehrwert bzw. -minderwert aufzeigen.

Es ist empfehlenswert, wenn die KMU-Unternehmerin, der KMU-Unternehmer periodisch die tatsächliche Vermögenslage seiner Unternehmung ermittelt. Dieser Netto-Substanzwert ist dann «überlebenswichtig», wenn seine Unternehmung die einzige Altersvorsorge darstellt.

Die Ermittlung des Netto-Substanzwertes einer Unternehmung wird gelegentlich auch für die Bestimmung der Höhe von Sicherheiten, Hinterlegungen u. dgl. vorgenommen (z. B. *Hinterlage der Aktien für einen Kredit*).

Der Netto-Substanzwert ist für eine Unternehmungstransaktion mit Dritten eher nicht geeignet. Das unternehmerische Potenzial ist bei einer gut rentierenden Unternehmung mit dem Netto-Substanzwert nicht ausreichend abgebildet. Der nachhaltig höhere Ertragswert wird somit nicht berücksichtigt.

In Ausnahmefällen und bei kleinen KMU-Verhältnissen und oftmals in Familienverhältnissen basiert die Unternehmensbewertung dennoch auf dem Substanzwert. Wichtige Merkmale sind ist dann der relativ hohe Anlagewert und das geringe Fremdkapital.

Der Netto-Substanzwert im Sinne des Liquidationswertes kommt dann zur Anwendung, wenn die Fortführung der Unternehmung nicht mehr gegeben ist. Der Liquidationswert einer Unternehmung stellt somit die Wertuntergrenze dar.

1.4 Beurteilung Wertzuwachs für strategische Entscheide und Management

Immer häufiger werden periodische Neubewertungen der Unternehmung vorgenommen als Grundlage für strategische Entscheidungen und Neuausrichtungen sowie für die Messung des Erfolgs des Managements. Die laufende Ermittlung der Wertsteigerung der Unternehmung als Ganzes oder einzelner Abteilungen zeigt erfolgreiche (*und nicht erfolgreiche*) Geschäftsfelder auf und liefert betriebswirtschaftliche Argumente für die Förderung (*und den Abbau*) von bestimmten Geschäftsaktivitäten. Das für den Erfolg verantwortliche Management wird entsprechend entlohnt. Die englischen Begriffe dazu sind «value based management» und «performance measurement». Diese Bewertungen erfolgen in der Regel anhand von Ertragswert-Modellen (z.B. EVA Economic Added Value oder DCF Discounted Cashflow – siehe Kapitel 3).

Diese Bewertungen und Leistungsnachweise setzen eine entsprechende professionelle Infrastruktur voraus und werden heute vor allem bei börsenkotierten oder bei grösseren Unternehmungen vorgenommen. Es handelt sich hierbei um interne Berechnungen, die nicht für Transaktionen verwendet werden.

Ambitionierte Manager in KMU-Gesellschaften mit hohem Entwicklungspotenzial haben dieses Entlohnungssystem mittlerweile ebenfalls entdeckt: Sie wollen am Mehrwert der Unternehmung partizipieren! Beantworten Sie als Unternehmer*in und Eigentümer*in der Gesellschaft in jedem Falle die Frage: Wer trägt bei negativen Ergebnissen das Risiko?

Die zweckmässige Unternehmensbewertung für die Beurteilung des Wertzuwachses für strategische Entscheidungen und die Entlohnung des Managements setzen Folgendes voraus:

- Vorgängige Vereinbarung der Regeln und Formeln für die Unternehmensbewertung.
- Vereinbarte Regeln und Formeln sind klar, unmissverständlich und nachrechenbar.
- Unveränderte und stetige Anwendung der Regeln und Formeln.
- Wertbestimmende Faktoren müssen objektiv ermittelt werden und nachvollziehbar sein.
- Abweichungen gegenüber der Vorperiode müssen begründet werden und nachvollziehbar sein.

«Wir arbeiten nicht nur,
um zu produzieren,
sondern um der Zeit
einen Wert zu geben.»

Eugène Delacroix

2. Wer bewertet Unternehmungen?

Firmenintern vorgenommene Unternehmensbewertungen eignen sich sehr gut für sporadische Vergleiche oder für laufende Performance-messungen (siehe Kapitel 1.4).

Eine fundierte Unternehmensbewertung setzt entsprechendes Fachwissen und praktische Erfahrungen voraus. Das Wissen kann sich grundsätzlich jede Unternehmerin, jeder Unternehmer aneignen, und mit geeigneten Hilfsmitteln kann in kleineren KMU-Verhältnissen eine approximative Unternehmensbewertung selbst durchgeführt werden.

Bei Verkaufstransaktionen wird von den beteiligten Parteien vorzugsweise eine unparteiische, unabhängige und neutrale Unternehmensbewertung verlangt. Wer erfüllt nebst den fachlichen Voraussetzungen diese Bedingungen?

2.1 Spezialisierte Merger- und Acquisitions-Firmen

Für grössere Transaktionen verfügen spezialisierte Firmen, die sich im Tagsgeschäft mit dem Kauf und Verkauf von Unternehmungen beschäftigen, über die grösste Erfahrung. Muss im Rahmen der beabsichtigten Transaktion noch ein geeigneter Käufer bzw. Verkäuferin gesucht werden, ist die Zusammenarbeit mit einer auf KMU spezialisierten M&A-Gesellschaft zweckmässig.

Die Bewertungen werden mehrheitlich nach theoretischen Ansätzen (*DCF – siehe Kapitel 6*) vorgenommen. Pragmatische Ansätze (*Praktiker-Methode – siehe Kapitel 8*) werden eher nicht verfolgt. Die Entschädigung richtet sich in der Regel nach der Höhe und dem Erfolg der Transaktion.

2.2 Treuhänder und Wirtschaftsprüfer

Diese Gruppe ist aufgrund ihrer praktischen Erfahrungen im Finanz- und Rechnungswesen und der Nähe zur Unternehmung (Firmen- und Branchenkenner) geeignet, professionelle Bewertungsdienstleistungen zu erbringen.

Nachteilig ist, dass die Treuhänder und Wirtschaftsprüfer i. d. R. einer Partei nahestehen. Ein unparteiisches, unabhängiges und neutrales Wertgutachten ist deshalb nur eingeschränkt möglich.

Ebenfalls zu beachten ist, dass der als Revisionsstelle agierende Wirtschaftsprüfer wegen der Unabhängigkeitsvorschriften bei Käufertransaktionen nur beschränkt mitarbeiten darf (*Unabhängigkeitsrichtlinien der EXPERTsuisse, Expertenverband für Wirtschaftsprüfung, Treuhand und Steuern, Art. 32 Bewertungen*: «Wird ein Revisionsunternehmen für einen Prüfungskunden für Bewertungen beigezogen und werden von dieser Tätigkeit direkt Zahlen und Angaben im Jahresabschluss des Prüfungskunden tangiert, so führen die aus der Überprüfung eigener Arbeiten resultierenden Risiken zu einer Gefährdung der Objektivität. Die Abwicklung solcher Aufträge ist deshalb mit der Unabhängigkeit nicht vereinbar.»)

Die Honorierung erfolgt in der Regel nach Aufwand.

2.3 Banken, Unternehmensberater, Juristen

Diese Gruppe ist aufgrund ihrer praktischen Erfahrungen und der Kenntnisse des Marktes, der Branche, der besonderen Verhältnisse (z. B. regulatorische Bestimmungen) oder als sachkundige Vertrauensperson geeignet, professionelle Bewertungsdienstleistungen zu erbringen.

Diese Bewerter treten i. d. R. als Interessenvertreter einer Partei auf. Ein unparteiisches, unabhängiges und neutrales Wertgutachten ist deshalb nur eingeschränkt möglich. In der Praxis wird in solchen Fällen einem unabhängigen Dritten (z. B. *Treuhänder oder M&A-Gesellschaft*) der Auftrag für eine Zweitmeinung (*second opinion*) oder eine Due Diligence (*siehe Kapitel 10*) zu geben sein. Dieser beurteilt die Zweckmässigkeit der Unternehmensbewertung im Sinne der in Kapitel 1.1 zusammengefassten Bewertungskriterien.

Die Honorierung erfolgt in der Regel nach Aufwand.

2.4 Steueramt

Der Wert der Unternehmung stellt für den Eigentümer steuerpflichtiges Vermögen dar. Im Sinne der Gleichbehandlung der Steuerpflichtigen bewertet das Steueramt periodisch den Verkehrswert der (nicht kotierten) Wertpapiere, basierend auf dem Ertragswert und dem Substanzwert.

Diese Bewertung ist primär für die Vermögenssteuer massgebend. Wird ein Vermögensgegenstand nicht zum Verkehrswert veräussert, dann zieht dieser Verkauf i. d. R. auch Einkommenssteuern nach sich (*beachten Sie Kapitel 3.6 und 11*).

Bei der Wahl des «richtigen» Beraters / Bewerters ist Folgendes zu beachten:

- Erfahrung mit Bewertungen in der relevanten Branche.
- Klare Vorstellung des Produktes (*es kann ein Referenzgutachten eingesehen werden*).
- Es wird die gleiche Sprache gesprochen (im emotionalen Sinne).
- Klare Vereinbarung über die Entschädigung / Honorar.

«Um klar zu sehen,
genügt oft ein
Wechsel der
Blickrichtung.»

Antoine de Saint-Exupéry

3. Nach welchen Methoden wird die Unternehmung bewertet?

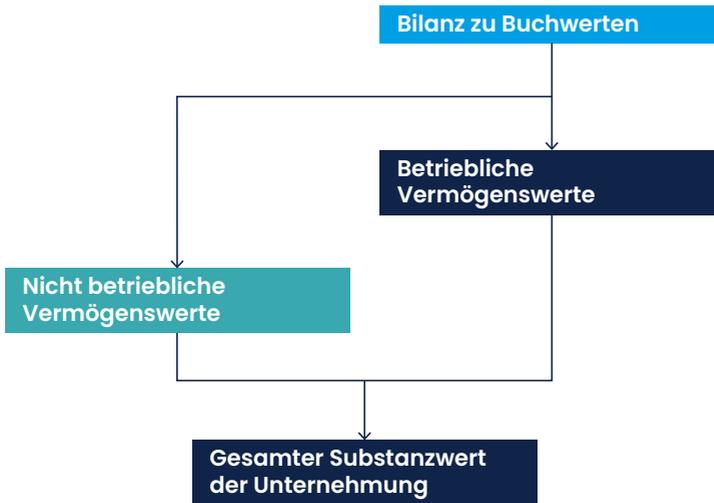
Dieses Kapitel gibt Ihnen eine grobe Übersicht über die verschiedenen, in der Praxis am häufigsten angewandten Unternehmensbewertungsmethoden.

Eine Vertiefung und Darstellung anhand von Berechnungsbeispielen finden Sie in den nachfolgenden Kapitel 4 bis 9.

3.1 Substanzwert-Methode

Der Substanzwert beinhaltet alle betrieblichen Vermögenswerte, bewertet zu Wiederbeschaffungswerten, abzüglich der aktuellen und latenten Verpflichtungen gegenüber Dritten. Die nicht betrieblichen Vermögenswerte werden zu Veräußerungswerten in die Bewertung eingesetzt.

Viele neue Geschäftsmodelle sind anlagenarm und deshalb ist der Substanzwert hier unwichtig bzw. hat keine Aussagekraft. Insbesondere bei IT-getriebenen Geschäftsmodellen hat die Substanz kaum Aussagekraft. Der Substanzwert dürfte immer seltener als Bewertungsverfahren gewählt werden.



Ausgangslage: i. d. R. geprüfte Jahresrechnung erstellt nach handelsrechtlichen Grundlage inklusive stiller Reserven.

Aufgliederung und Bewertungskorrekturen: Betriebliches Vermögen wird zu Fortführungswerten auf der Basis von Wiederbeschaffungszeitwerten bewertet ã Aufrechnung der stillen Reserven abzüglich latenter Steuern.

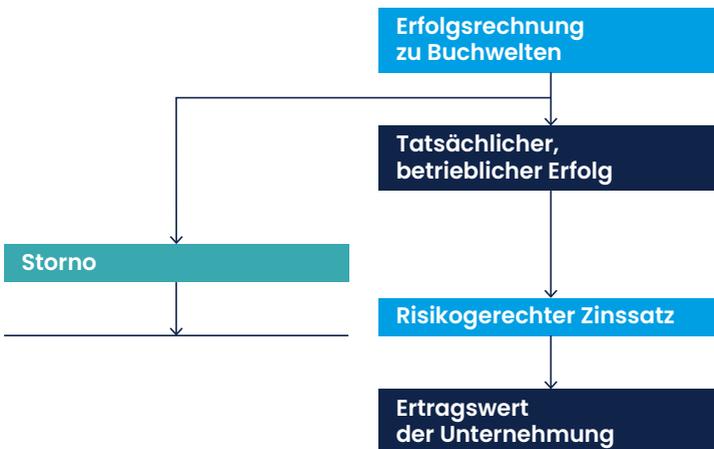
Ausscheidung nicht betriebliche Vermögen: Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte werden unter der Prämisse der möglichen Veräußerung bewertet abzüglich der Steuerfolgen.

Zu beachtende, kritische Elemente mit Hebelwirkungen, die einen detaillierten Nachweis erfordern:

- Bestimmung der Wiederbeschaffungszeitwerte und der Verkehrswerte anhand von unabhängigen Bewertungsgutachten, Bestätigungen, kalkulatorischen Grundlagen, Verträgen etc.
- Ausscheidung nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte (*Aktiven und Passiven*)
- Ermittlung der latenten Steuern (*auf den Mehrwerten gegenüber den Buchwerten lastet eine latente Steuerschuld*)

3.2 Ertragswert-Methode

Grundlage für die Bestimmung des Ertragswertes bildet der kapitalisierte, betriebliche Erfolg der Unternehmung. Dabei wird von bereinigten Erträgen ausgegangen; die ausserordentlichen und die nicht betrieblichen Aufwendungen und Erträge werden eliminiert und die buchmässigen Zinsen, Abschreibungen und Steuern werden durch die kalkulatorischen Werte ersetzt. Der Zinssatz für die Kapitalisierung des nachhaltigen Erfolgs berücksichtigt die markt- und unternehmensspezifischen Risiken. Das Ertragswert-Verfahren ist vergangenheitsorientiert und muss gerade in unsicheren Zeiten (*bspw. Corona-Krise, digitale Disruption*) stark hinterfragt werden. Die Vergangenheit muss nicht zwingend die richtige Referenz für die Zukunft sein.



Ausgangslage: i. d. R. geprüfte Jahresrechnung erstellt nach handelsrechtlichen Grundlagen inkl. Bildung und Auflösung stiller Reserven.

Aufgliederung und Bewertungskorrekturen: Ermittlung des tatsächlichen, betrieblichen Erfolgs der Gesellschaft, der nachhaltig erzielbar ist.

Stornierung aller nicht betrieblicher, ausserordentlicher und zeitlich/sachlich nicht abgegrenzter Zinsen, Abschreibungen und Steuern.

Kapitalisierung des tatsächlichen, betrieblichen und nachhaltigen Erfolgs mit einem risikogerechten Zinssatz.

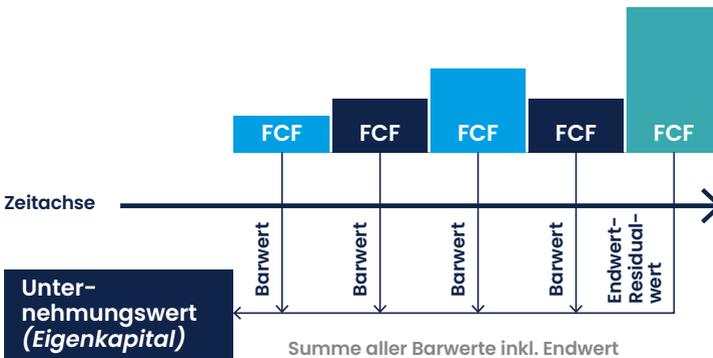
Zu beachtende, kritische Elemente mit Hebelwirkungen, die einen detaillierten Nachweis erfordern:

- Elimination ausserordentlicher Aufwendungen und Erträge
- Elimination betriebsfremder Aufwendungen und Erträge
- Berücksichtigung der Veränderung von stillen Reserven
- Berücksichtigung zeitlicher und sachlicher Aufwand- und Ertragsabgrenzungen
- Begründete Nachhaltigkeit des Zukunftserfolgs
- Fundierte Informationen zu den Kapitalkosten und der Eigenkapitalkostenvorgabe

3.3 Discounted-Cashflow-Methode

Die DCF-Bewertung basiert auf der dynamischen Überlegung der Investitionsrechnung: Der Unternehmenswert entspricht dem Barwert aller künftigen frei verfügbaren Einzahlungsüberschüsse, die dem Investor zufließen können (*FCF Free Cashflows*). Der Zinssatz für die Kapitalisierung der FCF berücksichtigt die markt- und unternehmensspezifischen Risiken.

Im Prinzip kann die Bewertung des Eigenkapitals aus dem Barwert der künftigen freien Cashflows wie folgt dargestellt werden:



Im Kapitel 6.3 wird auf die verschiedenen Arten der DCF-Methode näher eingegangen. Ein wichtiger Faktor bildet dabei (wie bei der Ertragswert-Methode) der Kapitalisierungszinssatz, welcher je nach Art der Methode unterschiedliche Inhalte aufweist (*nur Eigenkapitalzins oder gewichteter Zins aus Eigen- und Fremdkapitalzinsen*).

Dieses Bewertungsverfahren setzt voraus, dass eine verlässliche und begründete Prognose über die künftigen Cashflows vorliegt. In der Regel bildet ein umfassender Businessplan oder ein Finanzplan die Grundlage dazu.

In vielen Fällen trägt der Residualwert, also der zusammengefasste Wert der Cashflows aller Jahre nach einer expliziten Planungsperiode um mehr als die Hälfte zum Unternehmenswert bei.

Zu beachtende, kritische Elemente mit Hebelwirkungen, die einen detaillierten Nachweis erfordern:

- Nachhaltigkeit der as OS im analysierten Marktumfeld.
- Fachkompetenz im Unternehmen, das prognostizierte Wachstum tatsächlich zu realisieren.
- Gegenüberstellung mit möglichen Erfolgsszenarien (*Best Case, Realistic Case, Worst Case*).
- Korrekte rechnerische Ermittlung und methodische Qualität.
- Fundierte Informationen zu den Kapitalkosten und der Eigenkapitalkostenvorgabe.

3.4 Multiples-Methode

Die Unternehmensbewertung entspricht vergleichbaren Transaktionen innerhalb der Branche und der Grösse der Unternehmung. Aufgrund von verfügbaren Marktdaten wird ermittelt, wievielfach der EBIT (*earnings before interest and taxes; Gewinn vor Zinsen und Steuern*) oder der Umsatz als Transaktionspreis für eine gleichartige Unternehmung bezahlt wurde. Diese Bewertungsmethode gewinnt im KMU-Umfeld zunehmend an Bedeutung.



Ausgangslage: Ermittlung des tatsächlichen EBIT → betrieblicher Unternehmungserfolg **vor** Zinsen und Steuern **nach** Bereinigung ausserordentlicher und buchmässiger Faktoren.

Feststellung des **Expertenmultiplikators** gemäss verfügbaren Marktdaten.

Beispiel: Elektrotechnik/Elektronik, EBIT × 6,8 bis 9,1 oder Umsatz × 0,6 bis 0,99.

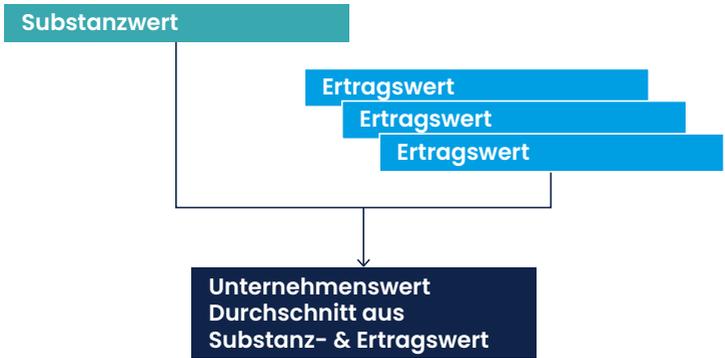
Quelle: *finance-magazine*

Zu beachtende, kritische Elemente mit Hebelwirkungen, die einen detaillierten Nachweis erfordern:

- Nachhaltigkeit der künftigen freien Cashflows im analysierten Marktumfeld
- Fachkompetenz im Unternehmen, das prognostizierte Wachstum tatsächlich zu realisieren
- Gegenüberstellung mit möglichen Erfolgsszenarien (*Best Case, Realistic Case, Worst Case*)
- Korrekte rechnerische Ermittlung und methodische Qualität
- Fundierte Informationen zu den Kapitalkosten und der Eigenkapitalkostenvorgabe

3.5 Praktiker-Methode

Der Unternehmenswert wird aus einem gewichteten Mittel aus dem Substanzwert (*Kapitel 3.1 und 4*) und dem Ertragswert (*Kapitel 3.2 und 5*) berechnet. Diese in der Schweiz gebräuchliche Methode zur Bewertung von KMU-Gesellschaften kompensiert durch den Mittelwert (*ein mal Substanzwert plus zwei bis drei mal Ertragswert*) die ungewollten Spitzen bei der Substanzbewertung und der Ertragsbewertung.



3.6 Bewertung der Eidgenössischen Steuerverwaltung

Diese Bewertung lehnt sich an die Überlegungen der Praktiker-Methode an. Der Verkehrswert für die Vermögenssteuern (für nicht kotierte Wertpapiere) wird vereinfacht gemäss nachfolgender Formel bewertet:

Die ausführlichen Bestimmungen und gesetzlichen Grundlagen sind im Kreisschreiben Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz (SSK) festgehalten:

- Steuerlich massgeblicher Gewinn Vorjahr mal 1
- Steuerlich massgeblicher Gewinn laufendes Jahr mal 2
- Durchschnitt der 3 Jahre
- Abzüglich 30% für Unternehmungsrisiken
- Kapitalisiert mit *% = Ertragswert
- Steuerlich massgebliches Eigenkapital = Substanzwert
- Ertragswert mal 2 plus Substanzwert mal 1 dividiert durch 3

* Der anwendbare Kapitalisierungszinssatz wird jährlich von der Eidgenössischen Steuerverwaltung festgelegt. Derzeit 7.0% für 2020.

Bei Immobiliengesellschaften und Holdinggesellschaften wird der steuerliche Verkehrswert differenziert bewertet (*Gewichtung Substanzbewertung*).

«Vertrauen ist für alle
Unternehmungen das
grosse Betriebskapital,
ohne welches kein
nützliches Werk
auskommen kann.»

Albert Schweitzer

4. Wie funktioniert die Substanzwert-Methode?

4.1 Ausgangslage Jahresrechnung

Für die Ermittlung des Substanzwertes wird grundsätzlich von der geprüften Jahresrechnung nach Gewinnverwendung ausgegangen. Wenn aktuellere Werte erforderlich sind, muss eine Zwischenbilanz erstellt werden.

Die nach handelsrechtlichen Grundsätzen dargestellte Jahresrechnung basiert auf Fortführungswerten (*Going-Concern*), welche in aller Regel nicht den tatsächlichen Werten entsprechen (*true & fair view*). Aus Gründen der Vorsicht oder steuerlicher Überlegungen enthält die handelsrechtliche Jahresrechnung oft Willkürreserven (z.B. vom Verwaltungsrat bestimmte Unterbewertungen von Aktiven) und/oder Zwangsreserven (z.B. marktbedingte, nicht bilanzierte Mehrwerte bei Liegenschaften).

Diese Jahresrechnung muss nun bereinigt und korrigiert werden:

Substanzwert-Methode Muster AG

Ausgangslage Bilanzwerte	TCHF	%
Aktiven		
Umlaufvermögen		
Flüssige Mittel	100	8%
Kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	150	12%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	300	23%
– abzüglich Delkreder	(100)	– 8%
Vorräte	200	15%
Total Umlaufvermögen	650	50%
Anlagevermögen		
Beteiligungen	100	8%
Mobile Sachanlagen	200	15%
Immobilien Sachanlagen	00	23%
Immaterielle Werte	50	4%
Total Anlagevermögen	650	50%
Total Aktiven	1'300	100%
Passiven		
Fremdkapital		
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	300	23%
Kurzfristig verzinsliche Verbindlichkeiten	200	15%
Langfristig verzinsliche Verbindlichkeiten	400	31%
Rückstellungen	100	8%
Total Fremdkapital	1'000	77%
Eigenkapital		
Aktienkapital	100	8%
Gesetzliche Gewinnreserve	100	8%
Bilanzgewinn	100	8%
Total Eigenkapital	300	23%
Total Passiven	1'300	100%

4.2 Bereinigung der Jahresrechnung

Für die Bereinigung der vorstehenden buchmässigen Bilanz sind folgende grundsätzliche Fragen zu beantworten:

- Wie hoch sind die tatsächlichen Fortführungswerte der Aktiven und Passiven per Stichtag?
- Wie hoch sind die möglichen Veräusserungswerte der nicht betrieblichen Aktiven und Passiven per Stichtag?

Für die Beantwortung dieser Fragen ist eine detaillierte Analyse und Beurteilung der Jahresrechnung erforderlich. Folgende Überlegungen sind zur vorstehenden **Muster AG zu machen:**

- Wie hoch ist der aktuelle Kurswert der kurzfristig gehaltenen Aktiven mit Börsenkurs (Wertschriften)?
 - Korrektur der unterbewerteten Wertschriften um TCHF 20 auf den aktuellen Kurswert von TCHF170.
- Welches ist der betriebswirtschaftliche Wert der Debitoren?
 - Korrektur des zu hohen buchmässigen Delkredere um TCHF 50 auf das betriebswirtschaftlich notwendige Ausfallrisiko von TCHF 50.
- Wie hoch ist der aktuelle Wiederbeschaffungszeitwert der von Dritten bezogenen Warenvorräte?
 - Korrektur der Warenreserven um TCHF 100 auf den aktuellen Wert des Beschaffungsmarktes in Höhe von TCHF 300.
- Selbst hergestellte Warenvorräte sind zu den tatsächlich angefallenen Herstellkosten zu bewerten.
- Wie hoch ist der tatsächliche, innere Wert der Beteiligung?
 - Korrektur des Buchwertes von TCHF 100 um TCHF 200 auf TCHF 300, entsprechend dem aktuellen Unternehmenswert der Beteiligung.
- Wie hoch ist der tatsächliche Nutzwert der Patente (immaterielle Werte)?
 - Korrektur des vorsichtigen Buchwertes von TCHF 50 um TCHF 50 auf TCHF 100, entsprechend dem Barwert der künftigen Patenteinnahmen.
- Wie hoch ist der Wiederbeschaffungszeitwert der Maschinen?
 - Korrektur der steuerlich abgeschrieben Anlagen auf den Wert gemäss separatem Gutachten (allenfalls kalkulatorische Restwerte verwenden, wenn kein Wiederbeschaffungszeitwert vorliegt) auf TCHF 450.

- Wie hoch ist der aktuelle Verkehrswert der Liegenschaften und welche Liegenschaft ist betrieblich nicht notwendig?
 - Korrektur des Buchwertes zu Anschaffungswerten und Ausscheidung der nicht betrieblichen Liegenschaft.
Die betriebliche Liegenschaft zum Buchwert von TCHF150 kann auf den tatsächlichen Verkehrswert (z.B. gemäss externer Liegenschaftsbewertung) von TCHF 200 aufgewertet werden
 - die Ausscheidung der nicht betrieblichen Liegenschaft erfolgt vorerst zu Buchwerten von TCHF 150.
- Ausscheidung der anteiligen Fremdfinanzierung der nicht betrieblichen Liegenschaft?
 - Ausscheidung Hypothek TCHF 100 (langfristig verzinsliche Verbindlichkeiten).
- Wie hoch sind die betriebswirtschaftlich notwendigen Rückstellungen?
 - Korrektur der buchmässig zu hohen Rückstellungen um TCHF 80 auf neu TCHF 20.
- Berücksichtigung der aufgeschobenen Steuern auf den ermittelten stillen Reserven?
 - Korrektur latente Steuern für nicht versteuerte stille Reserven auf dem betrieblichen Vermögen
 - Halber Steuersatz 10% auf TCHF 800 ergibt latente Steuern von TCHF 80.

Anmerkung: Auf den betrieblichen stillen Reserven wird i.d.R. der halbe Steuersatz berechnet, weil noch offen ist, wann und ob diese stillen Reserven zur Besteuerung gelangen.

Es kann auch eine differenzierte Methode angewandt werden, die den einzelnen Zeitspannen der Realisierung der stillen Reserven Rechnung trägt. In diesem Fall wird für die Berechnung die Umschlagshäufigkeit bzw. der Verbrauch der einzelnen Bilanzpositionen herangezogen, und so die Zinswirkung auf die erst später anfallenden Gewinnsteuern berücksichtigt:

Bilanzposition

	Stille Reserven	Umschlags- häufigkeit	Zeitspanne	Barwertfaktor (BWF)	Gewinnsteuer	Differenzierte Gewinnsteuer	Latente Steuern
Vorräte	50	1000	1	0.94	20%	0.19	9.35
Mobile Sachanlagen	40	0.125	8	0.58	20%	0.12	4.66
Immobilien	140	0.025	40	0.07	20%	0.01	1.87
Rückstellungen	30	0.333	3	0.82	20%	0.16	4.9

Die vorstehenden Anpassungen, Korrekturen und Ausgliederungen führen zu folgendem betrieblichen Substanzwert:

Substanzwert-Methode Muster AG

Bereingung der Jahresrechnung	Muster AG		Nicht betrieblich	Stille Reserven	Latente Steuern	Betriebliche Substanz	
	TCHF	%				TCHF	%
Aktiven							
Umlaufvermögen							
Flüssige Mittel	100	8%	-	-		100	5%
Kurzfristig gehaltene Aktiven mit Börsenkurs	150	12%	-	20		170	9%
Forderungen aus Lieferungen u. Leistungen	300	23%	-	-		300	16%
- abzüglich Delkreder	(100)	-8%	-	50		(50)	-3%
Warenvorräte	200	15%	-	100		300	16%
Total Umlaufvermögen	650	50%	-	170	-	820	44%
Anlagevermögen							
Beteiligungen	100	8%	-	200		300	16%
Mobile Sachanlagen	200	15%	-	250		450	24%
Immobilie Sachanlagen	300	23%	(150)	50		200	11%
Immaterielle Werte	50	4%		50		100	5%
Total Anlagevermögen	650	50%	(150)	550	-	1'050	56%
Total Aktiven	1'300	100%	(150)	720	-	1'870	100%
Passiven							
Fremdkapital							
Verbindlichkeiten aus Lieferungen u. Leistungen	300	23%	-	-		300	16%
Kurzfristig verzinsliche	200	15%	-	-		200	11%
Verbindlichkeiten							
Langfristig verzinsliche	400	31%	(100)	-		300	16%
Verbindlichkeiten							
Rückstellungen	100	8%		(80)		20	1%
Latente Steuern					80	80	4%
Total Fremdkapital	1'000	77%	(100)	(80)	80	900	48%
Eigenkapital							
Aktienkapital	100	8%				100	5%
Gesetzliche Gewinnreserve	100	8%				100	5%
Bilanzgewinn	100	8%				100	5%
Stille Reserven netto				800	(80)	720	39%
Ausgliederung nicht betrieblich			(50)			(50)	-3%
Total Eigenkapital	300	23%	(50)	800	(80)	970	52%
Total Passiven	1'300	100%	(150)	720	-	1'870	100%

4.3 Ermittlung betrieblicher Substanzwert

Zusammenfassend sind ausgehend von der buchmässigen, handelsrechtlichen Bilanz folgende Korrekturen vorgenommen worden:

	TCHF
• Eigenkapital der geprüften Jahresrechnung	300
• Ausgliederung nicht betrieblicher Vermögenswerte netto	– 50
• Ermittlung der stillen Reserven im betrieblichen Vermögen	800
• Abzüglich latente Steuern auf den betrieblichen stillen Reserven	– 80
Resultierender betrieblicher Substanzwert	970

4.4 Ermittlung nicht betrieblicher Substanzwert

Die Beurteilung, welche Vermögenswerte betriebswirtschaftlich notwendig sind und welche Aktiven beispielsweise aus persönlichen Gründen gehalten werden oder für die Erfüllung des Gesellschaftszwecks nicht erforderlich sind, lässt grossen Ermessensspielraum zu.

Aus der Sicht eines möglichen Investors sind diese Vermögenswerte eher «Ballast», welchen er bei erster günstiger Gelegenheit abstossen wird. Aus dieser Überlegung werden die nicht betrieblichen Vermögenswerte zum möglichen Veräusserungswert eingesetzt.

In der vorliegenden **Muster AG** ergibt sich der Netto-Substanzwert der nicht betrieblichen Liegenschaft wie folgt:

	TCHF
• Buchwert der nicht betrieblichen Liegenschaft	150
• Anteilige Fremdfinanzierung (Hypothek)	-100
• Netto-Buchwert der nicht betrieblichen Liegenschaft*	50
• Marktwert der nicht betrieblichen Liegenschaft	250
• Buchwert der nicht betrieblichen Liegenschaft	150
• Stille unversteuerte Reserven*	100
• Latente Steuern zum vollen Steuersatz*	-20
Resultierender nicht betrieblicher Substanzwert*	130

Anmerkung: Es ist davon auszugehen, dass diese Aktiven umgehend veräußert werden und damit die Steuern zum vollen Satz anfallen werden.

4.5 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Substanzwert-Methode

Der gesamte Unternehmenswert berechnet sich aus der Summe des ermittelten betrieblichen Substanzwertes (*Fortführungswerte zu Wiederbeschaffungszeitwerten*) und dem nicht betrieblichen Substanzwert (bewertet zu Veräußerungswerten).

Für die **Muster AG** ergibt sich somit folgender Substanzwert für die Gesamtunternehmung:

	CHF
• Resultierender betrieblicher Substanzwert	0,97 Mio.
• Resultierender nicht betrieblicher Substanzwert	0,13 Mio.
Substanzwert der Gesamtunternehmung rund	1,1 Mio.

«Wenn es ein Geheimnis des Erfolges gibt, so ist es das: Den Standpunkt des anderen verstehen und die Dinge mit seinen Augen zu betrachten.»

Henry Ford

5. Wie funktioniert die Ertragswert-Methode?

Für die Ermittlung des Ertragswertes wird i. d. R. von der letzten buchmässigen Erfolgsrechnung ausgegangen.

5.1 Ausgangslage Jahresrechnung

Diese wird dann um die ausserordentlichen Aufwendungen und Erträge, um die zeitlich und sachlich nicht abgegrenzten Zinsen, Abschreibungen und Steuern, um die Effekte aus der Veränderung der stillen Reserven sowie um die nicht betrieblichen Aufwendungen und Erträge bereinigt. In der Praxis wird dieser Wert oft als «normalisierter» Erfolg bezeichnet.

Auf der Grundlage dieser bereinigten Erfolgsrechnung wird anschliessend der nachhaltig mögliche Zukunftserfolg bestimmt. Die zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten aufgrund umfassender Marktanalysen, strategischer Ausrichtungen etc. fliessen in den nachhaltig möglichen Erfolg ein.

Die als Ausgangslage dienende Erfolgsrechnung der **Muster AG** kann wie folgt dargestellt werden:

Ertragswert-Methode

Ausgangslage Erfolgsrechnung	TCHF	%
Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen	1'000	100%
Übrige betriebliche Erträge	30	3%
Total Betriebsertrag	1'030	103%
Materialaufwand	(410)	-40%
Personalaufwand	(380)	-35%
Übriger betrieblicher Aufwand	(100)	-10%
Abschreibungen	(30)	-3%
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	110	17%
Finanzaufwand	(30)	3%
Betriebsergebnis vor Steuern	80	14%
Betriebsfremder Ertrag	20	2%
Ausserordentlicher Ertrag	10	-3%
Direkte Steuern	(25)	-3%
Jahresgewinn	85	9%

5.2 Bereinigung der Jahresrechnung

Für die Bereinigung der vorstehenden buchmässigen Erfolgsrechnung sind folgende grundsätzliche Fragen zu beantworten:

- Wie hoch ist das tatsächliche, betriebliche («normale») Periodenergebnis der Gesellschaft?
- Sind alle Abweichungen von der in der Branche üblichen Struktur nachgewiesen und begründet?

Für die Beantwortung dieser Fragen ist eine detaillierte Analyse und Beurteilung der Erfolgsrechnung erforderlich. Folgende Überlegungen sind zur vorstehenden **Muster AG** zu machen:

- **Sind die Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen sachlich und zeitlich korrekt abgegrenzt?**
 - Korrektur Auflösung stiller Reserven auf dem Delkredere.
- **Ist der Materialaufwand periodengerecht?**
 - Warenaufwand ist mit der Erhöhung von stillen Reserven auf dem Warenlager belastet worden.
 - Korrektur Bildung stiller Reserven auf Warenlager TCHF 50.
- **Ist der Personalaufwand periodengerecht abgegrenzt und betrieblich notwendig?**
 - Leistungen an den Aktionär ohne entsprechende Gegenleistung
 - Korrektur geldwerte Leistungen an Aktionär TCHF 50
(Achten auf steuerliche Auswirkungen – müssten als latente Verpflichtung in die *Substanzbewertung aufgenommen werden!*).
- **Abschreibungen**
 - Buchmässige Abschreibungen werden durch die kalkulatorisch notwendigen Abschreibungen ersetzt.
 - Korrektur TCHF 10.
- **Finanzaufwand**
 - Korrektur der Zinsen für die Finanzierung der nicht betrieblichen Anlagen TCHF 5.
- **Betriebsfremder Ertrag**
 - Korrektur aus der Nutzung der nicht betrieblichen Liegenschaft TCHF 20.
- **Ausserordentlicher Ertrag**
 - Korrektur Versicherungsleistung TCHF 10.
- **Direkte Steuern**
 - die buchmässige Steuern werden durch die kalkulatorisch notwendigen Steuern auf dem tatsächlichen Ergebnis ersetzt.
 - Korrektur TCHF 10.

Diese Anpassungen und Korrekturen führen zu folgender tatsächlicher Erfolgsrechnung:

Ertragswert-Methode Korrekturen

Bereinigung der Erfolgsrechnung	Muster AG		Korrekturen		Betriebliche Erfolgsrechnung	
	TCHF	%	TCHF	TCHF		%
Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen	1'000	100%	(10)	990		100%
Übrige betriebliche Erträge	30	3%		30		3%
Total Betriebsertrag	1'030	103%	(10)	1'020		103%
Materialaufwand	(410)	-40%	50	(360)		-36%
Personalaufwand	(380)	-35%	50	(330)		-33%
Übriger betrieblicher Aufwand	(100)	-10%	-	(100)		-10%
Abschreibungen	(30)	-3%	10	(20)		-2%
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	110	15%	100	210		21%
Finanzaufwand	(30)	-3%	5	(25)		-3%
Betriebsergebnis vor Steuern	80	12%	105	185		19%
Betriebsfremder Ertrag	20	2%	(20)	-0		%
Ausserordentlicher Ertrag	10		(10)	-		0%
Direkte Steuern	(25)	-3%	(10)	(35)		-4%
Jahresgewinn	85	9%	65	150		15%

Die Analyse und Bereinigung der aktuellen Erfolgsrechnung weist ein tatsächliches, «normalisiertes» Geschäftsergebnis von TCHF150 nach. Dieses sollte durch die Ergebnisse der vergangenen 3 bis 5 Geschäftsjahre bestätigt werden. Die bereinigte Erfolgsrechnung entspricht im Wesentlichen der Struktur in der Branche.

5.3 Ermittlung des nachhaltigen Ertrages

Der Aktionär, Verwaltungsrat und Geschäftsleiter ist der Ansicht, dass die günstige Marktlage sowie die Früchte der bisherigen Anstrengungen (*Kundenzufriedenheit, gute Marktstellung, stringente Werbung, weltweites Patent etc.*) **ein nachhaltiges Zukunftsergebnis von TCHF 200** ermöglichen sollte. Darin eingeschlossen ist die konsequente Umsetzung des implementierten Kostensenkungsprogramms.

Diese Prognose ist anhand von Budgetzahlen der nächsten 3 bis 5 Geschäftsjahre nachgewiesen. Die Hochrechnungen aufgrund von zuverlässigen Erfahrungswerten sind anhand eines Businessplanes sowie des daraus abgeleiteten Finanzplanes erhärtet und scheinen nicht unvernünftig. Die Branche rechnet aufgrund der guten Marktlage mit ähnlichen Wachstumsraten.

Beachten Sie die Subjektivität des nachhaltigen Zukunftserfolgs:

- Die Beurteilung des nachhaltigen Zukunftserfolgs beinhaltet zwangsläufig subjektive Annahmen; diese müssen begründet und nachvollziehbar sein.
- Je länger die Periode der Prognose ist, desto unsicherer ist die Eintretenswahrscheinlichkeit.
- I. d. R. wird der nachhaltige Zukunftserfolg als «ewige Rendite» angenommen – eine pflichtgemässe und vorsichtige Prognose ist in jedem Falle erforderlich.
- Hochrechnungen aufgrund von zuverlässigen Erfahrungswerten sind sicherer als hypothetische Annahmen ohne Erfahrungswerte.
- Die Hochrechnungen und die hypothetischen Annahmen müssen nachvollziehbar, begründet und dokumentiert sein.
- Die Qualität der Grundlagen und die Fachkompetenz bei den Quellen sind zu beurteilen und zu dokumentieren.

5.4 Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes

Für die Ermittlung des Ertragswertes muss der nachhaltige Zukunftserfolg kapitalisiert werden. Der dabei angewandte Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die geforderte Minimalrendite des Eigenkapitals bzw. die angestrebte, durchschnittliche Gesamtkapitalrendite des Gesamtkapitals (verzinsliches Fremdkapital plus Eigenkapital). Konsultieren Sie das Glossar mit den Erklärungen zu den Stichworten Equity-Methode, Entity-Methode und WACC.

Der Eigenkapitalkostensatz (Eigenkapital-Zielrendite) wird in der KMU-Praxis mittels folgendem pragmatischen Verfahren hergeleitet:

Aktuelle Richtwerte in %

- | | |
|--|-----------|
| • Zinssatz für risikolose Anlagen (<i>zukünftig zu erwartende Rendite für Bundesobligationen*</i>) | 0,0 – 2,0 |
| • Zuschlag für erschwerte Verkäuflichkeit (<i>Anteile nicht kotierter Unternehmen sind schwer handelbar</i>) | 1,0 – 3,0 |
| • Zuschlag für unternehmerische Risiken (<i>konkrete, erkennbare Unternehmungsrisiken</i>) | 2,5 – 4,0 |
| • Zuschlag für partielle Ausschüttung der Gewinne (<i>für den Investor nur beschränkt ausschüttbare Gewinne</i>) | 0,5 – 1,0 |

Eigenkapitalkostensatz

4,0 – 10,0

* Bei der zukünftig zu erwartenden Rendite für Bundesobligationen ist ein Blick auf die aktuelle Zinssituation zu kurzfristig. Die Unternehmensbewertung wird auf die «Ewigkeit» hinaus berechnet. Als Vergleichsgrösse dient auch ein Blick in die Vergangenheit; der durchschnittliche Zinssatz für die 10-jährige Bundesobligation der vergangenen 25 Jahre beträgt 2.0%, wobei natürlich die ausserordentliche Negativzinsperiode, die seit nunmehr 6 Jahren anhält, den Mittelwert stark beeinträchtigt.

Beim kapitalmarkttheoretisch begründeten Ansatz (CAPM – siehe Glossar), der i. d. R. von M&A-Gesellschaften bei grösseren Akquisitionen angewandt wird, findet folgende Modellierung des Kapitalisierungszinssatzes statt:

Aktuelle Richtwerte in %

- Risikofreier Zins (r_0) 2,5 – 4,0
- Beta-Faktor (β) – Multiplikator von $RM - r_0$
(branchenspezifische Marktprämie DJ STOXX 500E) > 1 <
- Marktrisikoprämie am Aktienmarkt ($RM - r_0$) 4,0 – 6,0
- Zuschlag für kleine Unternehmen (RSCP) 0,5 – 1,0
- Zuschlag für die schwerere Verkäuflichkeit (RImmob) 1,0 – 3,0

Eigenkapitalkostensatz **5,5 – 12,0**

Für die **Muster AG** wurde nach der folgenden Eigenkapitalisierungszinssatz (Equity-Methode) ermittelt:

in %

- Zinssatz für risikolose Anlagen
(langfristig ist mit höheren Zinsen zu rechnen) 4,0
- Zuschlag für erschwerte Verkäuflichkeit
(mittlere Verkäuflichkeit) 2,0
- Zuschlag für unternehmerische Risiken (erhöhtes Risiko wegen der Annahme einer angenommenen, bisher nicht vorhandenen überdurchschnittlichen Ergebnisentwicklung) 4,0
- Zuschlag für partielle Ausschüttung der Gewinne
(mittlere Risikolage) 1,0

Eigenkapitalkostensatz **11,0**

Formel: $r_0 + \beta * (RM - r_0) + RSCP + RImmob$

Dieser Eigenkapitalkostensatz stellt eine im KMU-Umfeld ohne besondere Risikolage realistische Zielrendite dar. Ist die Gesellschaft in einem oligopolähnlichen Marktumfeld tätig (*wenige Anbieter, wenig Konkurrenz, gesicherte Absatzmärkte*), kann grundsätzlich von einem tieferen Unternehmungsrisiko ausgegangen werden.

Hebelwirkung:

tiefere Zielrendite = höherer Unternehmenswert
(siehe Kapitel 9.3)

Umgekehrt muss von einer höheren Zielrendite ausgegangen werden, wenn der nachhaltige Unternehmungserfolg in hohem Masse von subjektivem Ermessen und künftigen Ereignissen und Handlungen abhängt, deren Eintritt nicht unbedingt erwartet werden kann. Das damit erhöhte Unternehmungsrisiko muss im Kapitalisierungszinssatz entsprechend berücksichtigt werden. **Gerade auch Unsicherheiten wie die COVID-19-Pandemie führen normalerweise zu erhöhten Renditeforderungen von Eigenkapitalgebern.**

Hebelwirkung:

höhere Zielrendite = tieferer Unternehmenswert
(siehe Kapitel 9.3)

Die KMU-**Muster AG** ist nicht in einem exponierten Marktumfeld tätig. Es wird von einer überdurchschnittlichen Ergebnisentwicklung (*Hockey-stick-Effekt siehe Glossar*) ausgegangen, welche grundsätzlich vorsichtig zu beurteilen ist. Ein Eigenkapitalkostensatz von 11% scheint angemessen.

Beachten Sie die Subjektivität des Kapitalisierungszinssatzes:

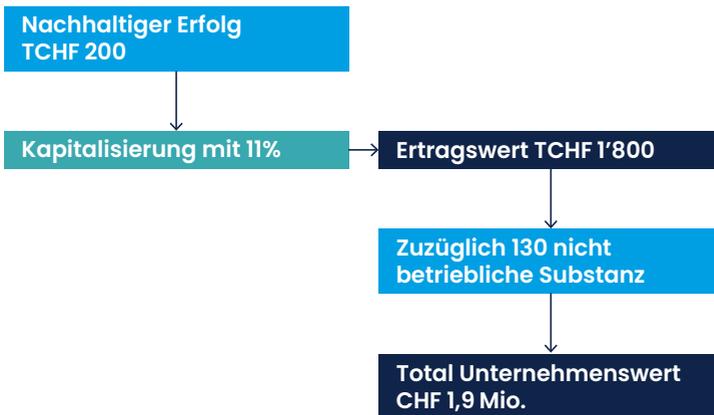
- Der Zinssatz für risikofreie Anlagen orientiert sich am zukünftig zu erwartenden mittel- bis langfristigen Durchschnitt für Bundesobligationen.
- Der Zuschlag für die erschwerte Verkäuflichkeit orientiert sich am Angebot und der Nachfrage nach den entsprechenden KMU-Gesellschaften.
- Der Zuschlag für unternehmerische Risiken orientiert sich u. a. an Branche, Marktlage, Umwelt, Regulation, Organisation, Standort, Management etc.
- Der Zuschlag für die eingeschränkte Verfügbarkeit der Gewinne ist erforderlich, wenn Reserven gebildet werden müssen.

5.5 Methode

Bei der Ertragswert-Methode wird der bereinigte nachhaltige Zukunftserfolg als sogenannte «ewige Rente» angenommen. Der ökonomische Horizont einer Unternehmung bleibt aber in den meisten Fällen ungewiss. Rechnerisch ist die Hypothese einer «ewigen Rente» auch deshalb unsicher, weil ein in beispielsweise 10 Jahren verdienster Franken heute einen viel geringeren Barwert aufweist.

Die Käufer und Verkäufer einer Unternehmung müssen sich diesem speziellen Umstand bei der Ertragswert-Bewertung bewusst sein. Die Barwert-Überlegung wird bei der DCF-Bewertung (siehe Kapitel 3.3 und 6) angewandt.

Der betriebliche Ertragswert der Muster AG beträgt somit rund CHF 1,8 Mio. zuzüglich des nicht betrieblichen Substanzwertes in Höhe von CHF 130. Formel: $(TCHF200 / 11\%) * 100$

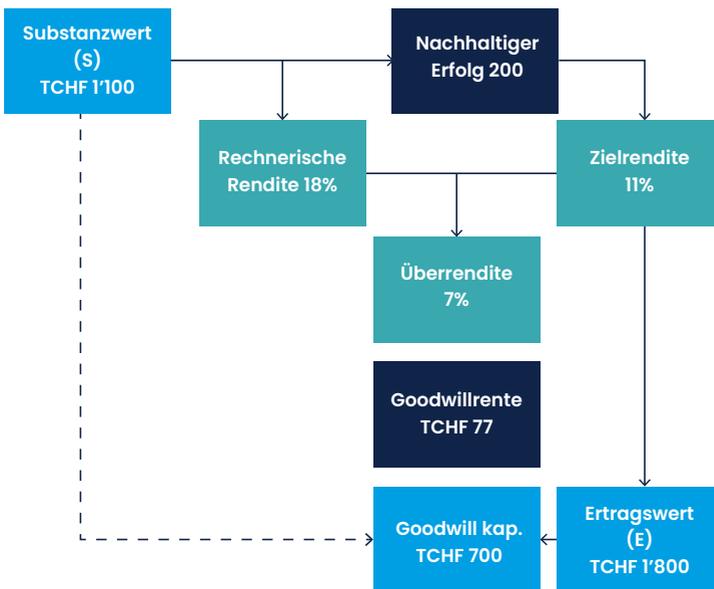


5.6 Ermittlung des Goodwills

Im allgemeinen Sprachgebrauch wird der Begriff «Goodwill» sehr breit verwendet. Beispielsweise als Synonym für Know-how, Kundentreue, Kundenstamm, Mitarbeiterloyalität, Bekanntheitsgrad, Markenname usw. Zudem wird vom sogenannten derivativen Goodwill gesprochen, der käuflich erworben wurde (z.B. *Markenname, künftiger Erfolg*) oder vom originären Goodwill, dem selbst erarbeiteten Geschäftsmehrwert.

Im Rahmen der Unternehmensbewertung geht es primär um den originären Goodwill. **Dieser Geschäftsmehrwert ergibt sich rechnerisch aus der Differenz vom Ertragswert (kapitalisierter nachhaltiger Zukunftserfolg) und dem ermittelten Substanzwert:**

Die Ertragswert-Bewertung der Muster AG enthält somit einen Goodwill in Höhe von rund CHF 0,7 Mio. Formel: $S - E$



«Wer zu spät an die Kosten denkt, ruiniert sein Unternehmen. Wer zu früh an die Kosten denkt, tötet die Kreativität.»

Philipp Rosenthal

6. Wie funktioniert die Discounted-Cashflow-Methode?

Die DCF-Bewertung basiert auf den der Unternehmung künftig zufließenden Erträgen.

Hieraus abgeleitet werden die Zahlungsströme und die dem Investor zufließenden Einzahlungsüberschüsse (*FCF Free Cashflows*). Basis für die Berechnung des FCF bildet der operative Cashflow abzüglich der geplanten Zahlungen für Investitionen und Erhöhung des Netto-Umlaufvermögens. Der Barwert der prognostizierten Einzahlungsüberschüsse, ergänzt um den Barwert des Residualwertes (*Endwert der späteren Cashflows*) bildet den Unternehmenswert.

Brutto- oder Entity-Methode:

Barwert der FCF
Vor Fremdkapitalzinsen
+

Barwert Residualwert
-

Abzüglich:
verzinsliches Fremdkapital
+

Zuzüglich:
nicht betriebliches Vermögen

= Unternehmenswert

Netto- oder Equity-Methode:

Barwert der FCF
Vor Fremdkapitalzinsen
+

Barwert Residualwert
+

Zuzüglich:
nicht betriebliches Vermögen

= Unternehmenswert

Die Berechnung des Unternehmenswertes nach der DCF-Methode basiert auf detaillierten Berechnungen und umfassendem Datenmaterial. Unter anderem sind auch Planbilanzen für die Prognoseperiode zu erstellen, um die notwendigen Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen sowie die Veränderungen im Finanzierungsbereich zu ermitteln. Bei den folgenden Berechnungen gehen wir von vereinfachten Modellrechnungen aus, mit der Berücksichtigung der wichtigsten Elemente.

6.1 Ausgangslage bereinigte Jahresrechnung

Die bisherigen, bereinigten betrieblichen Ergebnisse dienen zur Plausibilisierung der prognostizierten künftigen Cashflows. **Für die Berechnung des Free Cashflows sind die in Kapitel 5.2 dargestellten Berechnungen zu modifizieren:**

DCF-Methode

Ausgangslage <small>in TCHF</small>	Bereinigte (ER)	Laufende (Jahr)	Folgejahre (n+)
Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen	990		
Übrige betriebliche Erträge	30		
Total Betriebsertrag	1'020		
Materialaufwand	(360)		
Personalaufwand	(330)		
Übriger betrieblicher Aufwand	(100)		
Abschreibungen	(20)		
Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern	210		
Finanzaufwand	(25)		
Betriebsergebnis vor Steuern	185		
Betriebsfremder Ertrag	-		
Ausserordentlicher Ertrag	-		
Direkte Steuern	(35)		
Jahresgewinn	150	150	?
plus Abschreibungen		20	
plus nicht bare Aufwendungen			
minus Investitionen ins Netto-Umlaufvermögen			
minus Investitionen ins Anlagevermögen		(25)	
Free Cashflow			?

Für die Ermittlung der relevanten freien Cashflows nach der Equity-Methode (Netto) ist Folgendes zu beachten:

- Ausgangslage ist das bereinigte betriebliche Geschäftsergebnis nach Zinsen und Steuern. Die Zinsen für das verzinsliche, betriebliche Fremdkapital bleiben im Aufwand belastet.
- Die Abschreibungen stellen nicht bare Aufwendungen dar. Diese sind zu «stornieren», d.h. zum bereinigten Ergebnis wieder hinzuzurechnen.
- Nicht bare weitere Aufwendungen wie z. B. die Äufnung von Rückstellungen sind ebenfalls zum Geschäftsergebnis wieder zu addieren. – Auflösungen von Rückstellungen, welche das Geschäftsergebnis positiv beeinflussen, sind entsprechend in Abzug zu bringen (im vorliegenden Falle keine).
- Mit dem Umsatzwachstum ist i. d. R. auch die Erhöhung des Netto-Umlaufvermögens (NUV) verbunden. Diese Zunahme stellt eine Investition bzw. ein Geld-Abfluss dar (im vorliegenden Falle keine).
- Investitionen ins Anlagevermögen bzw. allfällige Desinvestitionen sind cashflow-wirksam. Investitionen reduzieren den freien Cashflow; Desinvestitionen erhöhen den freien Cashflow.
- Es ist zu beachten, dass die jährlichen Abschreibungen und die jährlichen Investitionen ins Anlagevermögen sich auf lange Sicht decken.
- Der Restwert wird mit einem ewigem Wachstum berechnet, um der Inflation Rechnung zu tragen. Bei 0% geht man bei Inflation von einem realen Schrumpfen des Unternehmens aus. Diese ewigen Wachstumsraten werden in jüngster Vergangenheit diskutiert. Gerade in hoch entwickelten Volkswirtschaften ist ein unendliches Wirtschaftswachstum kaum zu realisieren. Die vom Stolper-Samuelson-Theorem prognostizierten negativen Einkommenseffekte für die westlichen Industrieländer werden spürbarer.

6.2 Ermittlung des Cashflows für die nächsten Jahre

Aufgrund von verlässlichen Unterlagen (*Business-Pläne und Finanzpläne*) muss die Geschäftsentwicklung für die nächsten Jahre prognostiziert werden. Zusätzlich zu den erwarteten Geschäftsergebnissen sind die cash-flow-wirksamen Ausgaben für die Investitionen genau zu planen.

Die Detailplanung sollte den Zeitraum abdecken, bis das Unternehmen einen stabilen, nachhaltigen Zustand erreicht hat.

DCF-Methode (Netto)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff
Cashflow-Prognosen	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Total Erträge	1'020	1'060	1'100	1'140	1'170	1'225
Total Betriebsaufwand	810	840	850	870	900	945
EBIT	210	220	250	270	270	280
Finanzaufwand (Zinsen)	25	25	25	25	25	30
Steuern	35	40	45	50	50	50
Jahresgewinn	150	155	180	195	195	200
plus Abschreibungen	20	30	30	30	40	40
plus nicht bare Aufwendungen	p.m.					
minus Investitionen ins Netto-Umlaufvermögen	p.m.					
minus Investitionen ins Anlagevermögen	(25)	(25)	(35)	(30)	(60)	(40)
Free Cashflow	145	160	175	195	175	200

Für die Ermittlung des DCF nach der Entity-Methode (Brutto) ist die folgende Aufstellung erforderlich:

DCF-Methode (Brutto)

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff
Cashflow-Prognosen	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Jahresgewinn	150	155	180	195	195	200
plus Fremdkapitalzinsen	25	25	25	25	25	30
plus Abschreibungen	20	30	30	30	40	40
plus nicht bare Aufwendungen	p.m.					
minus Investitionen ins Netto-Umlaufvermögen	p.m.					
minus Investitionen ins Anlagevermögen	(25)	(25)	(35)	(30)	(60)	(40)
Free Cashflow	170	185	200	220	200	230

Für die Beurteilung der Zuverlässigkeit und Qualität der Prognosen gelten die bereits in Kapitel 5 Ertragswert-Methode gemachten Feststellungen.

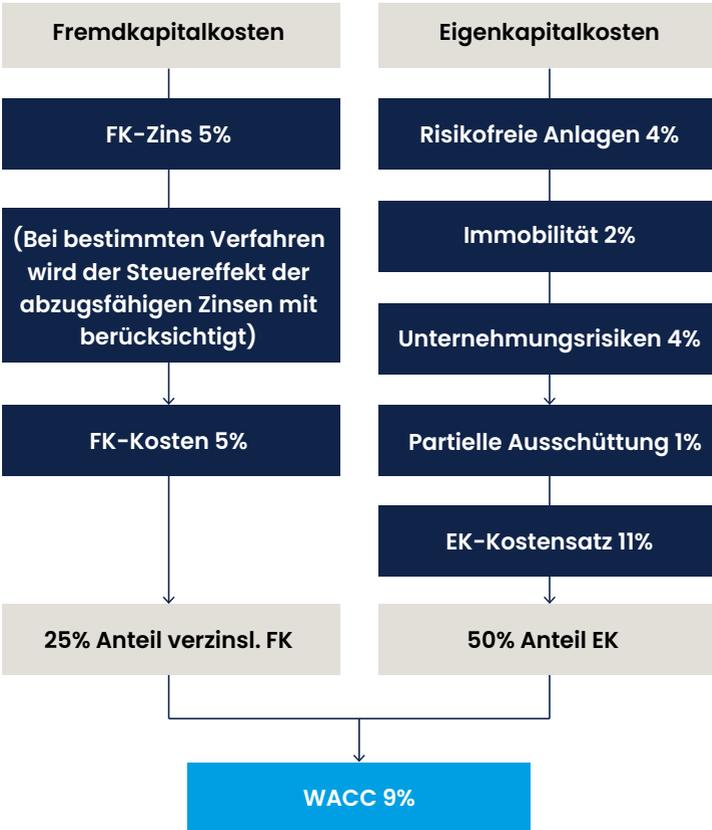
Beachten Sie die Subjektivität und Ungewissheit der künftigen freien Cashflows:

- Die Beurteilung der nachhaltigen Free Cashflows beinhaltet subjektive Annahmen. Die Grundlagen für diese Annahmen müssen begründet werden und nachvollziehbar sein.
- Langfristig kann kein Unternehmen den Gesamtmarkt schlagen.
- Je länger die Periode der Prognose ist, desto unsicherer ist die Eintretenswahrscheinlichkeit.
- Hochrechnungen aufgrund von verlässlichen Erfahrungswerten sind sicherer als hypothetische Annahmen ohne Erfahrungswerte.
- Die Qualität der Grundlagen und die Fachkompetenz der Quellen sind zu beurteilen und zu dokumentieren.
- Der Wert der letzten Prognose wird als «ewige Rente» angenommen (*Residualwert*).
- Dieser Residualwert hat die grösste Hebelwirkung auf die Unternehmungsbewertung.
- Im Residualwert ist i. d. R. auch ein angenommenes Wachstum eingebaut.

6.3 Bestimmung des Gesamtkapitalkostensatzes

Die in Kapitel 5.4 Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes (*zEK*) dargelegten Überlegungen können weitgehend übernommen werden. Ergänzend ist zu beachten, dass bei der Verwendung des Entity-Ansatzes (*Brutto*) die Verzinsung des anteiligen Fremdkapitals mit zu berücksichtigen ist.

Folgende vereinfachte Darstellung und Berechnung macht dies deutlich:



Formel: $zGK = zEK \times EK / GK + zFK \times FK / GK$

Die vorstehende Darstellung für die Berechnung des gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes (*WACC*) geht von der Hypothese aus, dass die zu bewertende Gesellschaft inskünftig mit 50% Eigenkapital, 25% verzinslichem Fremdkapital und 25% nicht verzinslichem Fremdkapital finanziert sein wird. Weiter wird angenommen, dass die mittelfristigen Fremdkapitalkosten rund 5% betragen werden. Da nicht auszuschließen ist, dass die Fremdkapitalkosten nach dem Jahr 6 tendenziell steigen werden, wird diesem Risiko bei der Diskontierung Rechnung getragen.

Beachten Sie die Subjektivität des WACC:

- Die Annahme des Fremdkapitalzinssatzes und des risikofreien Basiszinssatzes müssen aus verlässlichen Quellen stammen.
- Die Marktrisikoprämie ist bei kleinen und mittleren Unternehmen schwierig herzuleiten und von einer gewissen Subjektivität geprägt, da in der Regel keine vergleichbaren Zahlen von publizierten Unternehmen vorhanden sind.
- Die Gewichtung des angestrebten Verhältnisses zwischen Eigenkapital und Fremdkapital muss anhand von Planrechnungen nachgewiesen werden.

6.4 Berechnung des DCF-Wertes

Der Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe der Barwerte der künftigen freien Cashflows, dem Barwert des Residualwertes (*Endwert*) sowie dem Wert des nicht betrieblichen Vermögens. Bei der Entity-Methode (*Brutto*) ist das verzinsliche Fremdkapital in Abzug zu bringen.

Die Berechnungen erfolgen wie folgt:

DCF-Methode (Netto) Barwerte

	heute	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff
	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Freie Cashflow nach Zinsen		145	160	175	195	175	200
angestrebte Eigenkapitalrendite 11%							
Endwert: Ewige Rente (200 / 11% * 100)							1'818
Barwertfaktoren(11%)		0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	0.5935
Diskontierte Cashflows		131	130	128	128	104	1'079
Total Barwert bis Jahr 5	621						
Barwert Residualwert	1'079						
zuzüglich nicht betriebl. Vermögen	130						
Unternehmungswert	1'830						

DCF-Methode (Brutto) Barwerte

	heute	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff
	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
Freie Cashflow nach Zinsen		170	185	200	220	200	230
angestrebte Eigenkapitalrendite 9%							
Endwert: Ewige Rente ($230 / 10\% * 100$)							
Barwertfaktoren (9%; nach Jahr 6 10%)		0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.6209
Diskontierte Cashflows		156	156	154	156	130	1'428
Total Barwert bis Jahr 5	1'428						
Barwert Residualwert	-500						
zuzüglich nicht betriebl. Vermögen	130						
Unternehmungswert	1'810						

Der gesamte Unternehmenswert der **Muster AG** nach der DCF-Bewertung, bestehend aus den Barwerten der künftigen Cashflows, dem Barwert des Residualwertes, abzüglich dem verzinslichen Fremdkapital sowie dem nicht betrieblichen Vermögen **beträgt gerundet CHF 1,8 Mio.**

Anmerkungen: Es ist möglich, die Kapitalisierungszinssätze je nach Risikolage zu variieren. Im vorstehenden Beispiel wird angenommen, dass das unternehmerische Risiko nach dem Planungshorizont von 6 Jahren in der Bruttovariante leicht höher einzustufen ist. Die im KMU-Umfeld weniger gebräuchliche EVA-Methode (*economic value added*) basiert auf der DCF-Methode und kommt auf dasselbe Ergebnis. Wie in Kapitel 5.6 dargestellt, wird bei der EVA-Methode der Barwert des Übergewinns (*Goodwill*) ermittelt und dem Brutto-Substanzwert zugerechnet.

«Zwischen Wichtigem
und Unwichtigem
zu unterscheiden,
bildet das Geheimnis
jeden Erfolgs.»

Cyril Northcote Parkinson

7. Wie funktioniert die Multiples-Methode?

Die Multiples-Methode gewinnt wegen ihrer vergleichsweisen Einfachheit zunehmend auch im KMU-Umfeld an Bedeutung.

Im Grunde genommen stellt die Multiplikator-Methode ein Benchmark für die Preisbestimmung gleichartiger Gesellschaften dar. Voraussetzung ist, dass ein zuverlässiger Benchmark bzw. Branchenmultiplikator verfügbar ist.

7.1 Ausgangslage bereinigte Jahresrechnung

Die bisherigen Bereinigungen der Erfolgsrechnung (*siehe Kapitel 5.2 und 6.2*) können weitgehend übernommen werden. Für das hier anzuwendende Verfahren ist auf den sogenannten EBIT (*earnings before interest and taxes; Ergebnis vor Zinsen und Steuern*) abzustellen bzw. auf den Umsatz.

Um die nachhaltigen zukunftsbezogenen EBIT-Werte bzw. Umsätze zu erhalten, sind auf der Grundlage verlässlicher Vergangenheitswerte die analogen Beurteilungen und Analysen vorzunehmen, wie bei der Ertragswert- und der DCF-Methode.

7.2 Ermittlung der EBIT-Werte für die nächsten Jahre

Aufgrund der bereits erwähnten notwendigen Nachweise wie Businessplan und Finanzplan kann die Geschäftsentwicklung plausibel nachvollzogen werden. Um die Spitzen einzelner Jahre zu brechen, wird i. d. R. der Durchschnitt der ermittelten EBITs in die Bewertung aufgenommen: im vorliegenden Falle TCHF 250.

EBIT-Methode

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff
	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF	TCHF
EBIT- und Umsatz-Prognosen						
Nettoerlöse aus Lieferungen und Leistungen	990	1'030	1'070	1'110	1'140	1'195
Übrige betriebliche Erträge	30	30	30	30	30	30
Total Erträge	1'020	1'060	1'100	1'140	1'170	1'225
Total Betriebsaufwand	810	840	850	870	900	945
EBIT	210	220	250	270	270	280
Finanzaufwand	25	25	25	25	25	30
Direkte Steuern	35	40	45	50	50	50
Jahresgewinn	150	155	180	195	195	200

Beachten Sie die Subjektivität der künftigen EBITs:

Die Erreichung der prognostizierten EBITs ist abhängig von künftigen Ereignissen und Einflussfaktoren, welche von der Unternehmung teilweise nicht beeinflussbar sind.

7.3 Bestimmung der branchenüblichen Multiples

Die deutsche Wirtschaftszeitschrift FINANCE sammelt und publiziert die aktuellen EBIT- und Umsatzmultiplikatoren verschiedener europäischer M&A-Professionals. Diese umfassende Datenquelle von Multiplikatoren wird auch in der Schweiz verwendet.

Der Auszug enthält für die Elektrotechnik / Elektronik-Branche die folgenden Werte:

EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, April 2015

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
			von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	6.0	8.1↑	0.66↓	1.11
Software	15.3↓	2.53↓	7.4↑	9.6↑	0.92↓	1.37↓
Telekommunikation	15.6↑	1.72↑	6.8↓	8.7↓	0.76↑	1.09↑
Medien	16.9↓	3.95↑	6.3↓	8.7↓	0.87	1.35↓
Handel und E-Commerce	11.1↓	0.77↑	6.2↓	8.4↓	0.57↓	0.90↓
Transport, Logistik und Touristik	11.5↓	0.65↓	0.69↑	8.3↑	0.51	0.85↓
Elektrotechnik und Elektronik	12.6↓	1.20↓	6.8↑	9.1↑	0.60↑	0.99↑
Fahrzeugbau und -zubehör	12.9	1.12↓	6.2↓	8.0↓	0.61↓	0.96↓
Maschinen- und Anlagenbau	15.1↑	1.21↑	6.3↓	8.5↓	0.61↓	1.00↓
Chemie und Kosmetik	13.5↑	1.31	7.0↓	9.2↓	0.91↓	1.37↓
Pharma	12.7↑	1.68↑	8.1↓	10.1↓	1.17↓	1.73↓
Textil und Bekleidung	11.4↑	1.66↑	6.0↓	8.0↑	0.71↑	1.15↓
Nahrungs- und Genussmittel	5.7↓	0.39↓	6.3↓	8.4↓	0.83↓	1.29↓
Gas, Strom, Wasser	14.0↑	0.67↓	6.1↓	8.3↓	0.78↓	1.21↓
Umweltech. und erneuerbare Energien	-	-	6.0↑	8.1↑	0.71↓	1.14↓
Bau und Handwerk	13.7↑	1.55↑	5.9↑	7.2↑	0.54↓	0.83

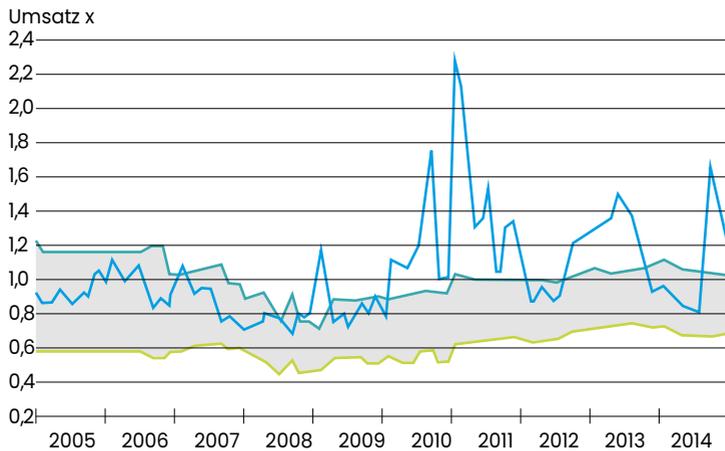
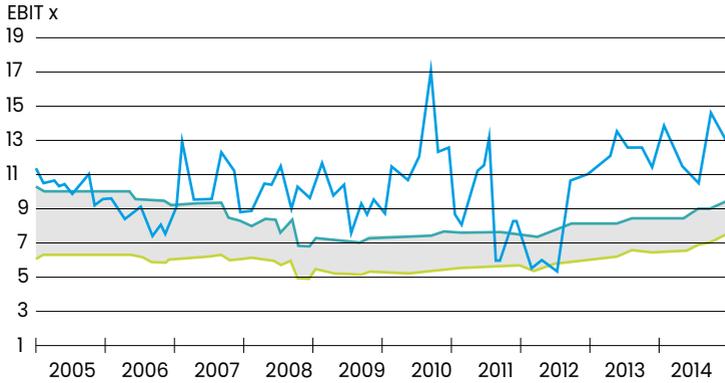
*Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro;

Mid-Cap: 50–250 Mio. Euro;

Large-Cap: über 250 Mio. Euro;

Pfeile zeigen niedrigeren / gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

Grafisch dargestellt hat sich der Wert der Elektrotechnik-Unternehmen in der Vergleichsperiode Juli 2005 bis Juli 2014 in der Bandbreite von rund 5 bis 9 mal EBIT bzw. 0,4 bis 1,2 mal Umsatz entwickelt.



- Finance-Multiples Minimum
- Finance-Multiples Maximum
- Börsen-Multiples

7.4 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Multiples-Methode

Aufgrund der ermittelten Datenlage und der verfügbaren aktuellen Branchen-Multiples lässt sich der Unternehmenswert wie folgt berechnen:

	TCHF
• Durchschnittlicher EBIT Jahr 1 bis Jahr 6	250
• Durchschnittlicher Branchen-EBIT-Multiplikator	8,0 mal
• Unternehmenswert Brutto	2000
• Abzüglich: verzinsliches Fremdkapital	- 500
• Zuzüglich: nicht betriebliches Vermögen	130
<hr/>	
Gesamtunternehmenswert	CHF 1,6 Mio.

Wird das Umsatz-Multiple als Benchmark herangezogen, ergibt sich ein deutlich geringerer Referenzwert von rund 0,86 Mio. Dieser tiefere Benchmark ist für schweizerische Verhältnisse typisch, weil insbesondere bei produzierenden Unternehmungen mit grösseren Margen als im übrigen Europa gerechnet werden kann.

«Nur ein Baum, der starke
Wurzeln hat, kann eine
grosse Krone tragen.»

Norbert Müller

8. Wie funktioniert die Praktiker-Methode?

8.1 Ausgangslage Substanzwert und Ertragswert

Für die Anwendung der Praktiker-Methode, die auf dem Substanzwert und dem gewichteten Ertragswert basiert, liegen die bereinigten Daten bereits vor:

	TCHF
• Bereinigter betrieblicher Substanzwert (<i>Kapitel 4.3</i>)	970
• Bereinigter betrieblicher Ertragswert (<i>Kapitel 5.5</i>)	1800
• Nicht betriebliche Vermögenswerte (<i>Kapitel 4.4</i>)	130

Es gelten in Bezug auf die wertbestimmenden, subjektiven Faktoren die analogen Überlegungen, welche auch bei der Praktiker-Methode transparent und nachvollziehbar in der Unternehmensbewertung darzustellen sind.

Zu beachtende kritische Elemente mit Hebelwirkungen, die einen detaillierten Nachweis erfordern:

- Ermittlung der Wiederbeschaffungszeit- oder Marktwerte, die einem Drittvergleich standhalten.
- Qualität der Grundlagen für die Ermittlung der nachhaltigen Zukunftserträge.
- Qualität und Risikorelevanz der Grundlagen für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes.
- Begründung für die Gewichtung des Ertragswertes.

8.2 Gewichtung des Ertragswertes

Der Grundgedanke des Investors und Käufers, eine Investition in die Zukunft zu tätigen, begründet die höhere Gewichtung des Ertragswertes gegenüber dem Substanzwert. Als typisch schweizerische Methode wird der Ertragswert zweimal und der betriebliche Substanzwert einmal gewichtet.

Die höhere Gewichtung des Ertragswertes ist zweckmässig, um den immateriellen Geschäftsmehrwert oder Goodwill (*siehe Kapitel 5.6*) angemessen zu berücksichtigen. Eine Gewichtung von mehr als dreimal müsste besondere Gründe aufweisen (*z.B. überdurchschnittliches nachhaltiges Ertragspotential*).

Ist der Ertragswert kleiner als der Substanzwert (aber grösser als der Liquidationswert), wird i.d.R. die Praktiker-Methode nicht angewandt. In diesem Falle wird der tiefere betriebliche Ertragswert als Unternehmenswert angenommen. Der Substanzwert wird in diesem Falle nicht gestützt.

Liegt der Ertragswert unter dem Liquidationswert, kann i.d.R. nicht mehr zu Fortführungswerten bewertet werden. Massgeblich für die Unternehmensbewertung sind dann die Zerschlagungswerte (*Liquidationswerte*).

8.3 Berechnung des Unternehmenswertes nach der Praktiker-Methode

Die Berechnung des Mittelwertes aus dem betrieblichen Substanzwert und dem doppelt gewichteten Ertragswert zuzüglich der nicht betrieblichen Vermögenswerte ergibt folgenden Unternehmenswert:

	TCHF
• Einmal Substanzwert	970
• Zwei mal Ertragswert	3600
• Mittelwert	1520
• Nicht betrieblicher Substanzwert	130

Gesamtunternehmenswert

CHF 1,6 Mio.

«Egal wie weit der Weg ist,
man muss den ersten
Schritt tun.»

Mao Tse-tung

9. Welches sind die Gründe für die Wertunterschiede der vorstehenden Bewertungsmethoden?

9.1 Gegenüberstellung der einzelnen Werte

Die für die **Muster AG** vorgenommenen Unternehmensbewertungen nach den vorstehend beschriebenen Methoden zeigen zusammenfassend folgende Werte:

Bewertungsverfahren

	Substanzwert	Ertragswert	DCF-Wert	Multiple-Wert	Praktiker-Wert
gerundet in	Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. CHF	Mio. CHF
Betrieblicher Substanzwert	1.0				1.0
Nicht betrieblicher Substanzwert	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Ertragswert	1.8			1.8	
Barwert der Cashflows		2.2			
EBIT-Multiple			2.0		
Methodenabhängiger Abzug					
Fremdkapital		(0.5)	(0.5)		
Gesamtunternehmenswert	1.1	1.9	1.8	1.6	1.6
Abweichungen von Maximalwert	-42%	100%	-5%	-15%	-15%
Abweichung von Minimum	100%	72%	63%	45%	45%

Es ist typisch und in vielen KMU-Fällen üblich, dass die ermittelten Unternehmenswerte in der dargestellten Höhe voneinander abweichen. Es trifft in der Praxis auch zu, dass die Multiplikatoren-Bewertung oft eine Mittelgrösse darstellt. Auch aus diesem Grunde (*nebst der beschriebenen Einfachheit der Methodik*), wird diese Bewertung zunehmend im KMU-Umfeld als «faire» Bewertung bevorzugt.

9.2 Gründe für die Wertunterschiede

Substanzwert: Die Kapitalstruktur der bereinigten Jahresrechnung zeigt einen Anteil von 50% Eigenkapital und 50% Fremdkapital. Dieses Verhältnis kann grundsätzlich als ausgewogen und gut beurteilt werden. Es liegen keine übermässigen Gewinnthesaurierungen vor, welche die Gesellschaft unnötig erschweren. Die buchmässigen Reserven und der Bilanzgewinn zeigen, dass in den früheren Jahren die erwirtschafteten Ergebnisse ausgeschüttet worden sind. Die relative Höhe des betrieblichen Substanzwertes unter dem hohen Ertragswert ist plausibel.

Der betriebliche Substanzwert ist der «objektivste» der ermittelten Unternehmenswerte. Die eingesetzten Wiederbeschaffungs- und Marktwerte sind i. d. R. durch Drittvergleiche nachgewiesen.

Die Rückzahlperiode beträgt rund 5,5 Jahre (*Bewertung dividiert durch ausschüttbare Gewinne: CHF 1,1 Mio. dividiert durch CHF 0,2 Mio.*).

Ertragswert: Der wesentlich höhere Ertragswert deutet auf ein hohes Erfolgspotential mit einem bedeutenden Geschäftsmehrwert (*Goodwill*) hin. Der nachhaltig erzielbare Zukunftserfolg, welcher eine deutliche Gewinnsteigerung prognostiziert, liegt über der Zielrendite des Substanzwertes. Der künftige erwartete Unternehmungserfolg ist im Unternehmenswert enthalten.

Der betriebliche Ertragswert ist der «subjektivste» der ermittelten Unternehmenswerte. Der nachhaltige Zukunftserfolg ist abhängig vom tatsächlichen Eintreffen der hypothetischen Annahmen. Die Praxis zeigt, dass die tatsächlichen Ergebnisse oft nicht wie erwartet eintreten und die Abweichungen wesentlich sein können.

Die Rückzahlperiode beträgt rund 9,5 Jahre. Diese hohe Periode wird sich negativ auf die Preisverhandlungen auswirken!

DCF-Bewertung: Die mit der zukunftsorientierten Ertragswertberechnung verwandte und differenzierte DCF-Bewertung zeigt i. d. R. ähnliche Werte auf wie die Ertragswertberechnung. Hohe nachhaltige Erträge bzw. die hohen, für den Investor verfügbaren Mittelrückflüsse zeigen das überdurchschnittliche Potential der Unternehmung auf. Die künftigen Mittelrückflüsse sind im Unternehmenswert enthalten.

Die Beurteilung der DCF-Bewertungen setzt detaillierte Businesspläne und Planrechnungen voraus. In Bezug auf die Qualität und Objektivität der Annahmen (*Zukunftserfolg und Kapitalisierungszinssatz*) gelten die bei der Ertragswertermittlung gemachten analogen Feststellungen.

Multiple-Wert: Der Multiple-Wert zeigt auf, in welcher Grössenordnung vergleichbare Unternehmungen gehandelt wurden. Dieser an sich objektive Benchmark beinhaltet die subjektive Ermittlung des EBIT, wenn nicht der vergangene, sondern der nachhaltige Zukunftserfolg vor Zinsen und Steuern die Grundlage bildet. Die Multiple-Bewertungen zeigen i. d. R. realistische Werte auf.

Die Rückzahlperiode beträgt rund 8 Jahre. Dies entspricht in der Praxis einer vertretbaren Zielgrösse.

Praktiker-Methode: Diese Bewertung liegt aufgrund ihres Verfahrens in der Mitte vom Substanzwert und dem Ertragswert. Wesentliche Übergewinne werden relativiert und der rentable betriebliche Substanzwert wird angehoben. Je höher der Ertragswert gewichtet wird, desto «subjektiver» ist der Unternehmenswert.

Die Rückzahlperiode mit rund 8 Jahren liegt an der oberen Grenze.

9.3 Hebelwirkungen

Es wurde ausdrücklich darauf hingewiesen, dass in Bezug auf die hypothetischen Annahmen des Zukunftserfolgs sowie der Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes der Unternehmenswert wesentlich beeinflusst werden kann.

Am Beispiel der Ertragswert-Methode kann die Hebelwirkung wie folgt dargestellt werden:

Ertragswert-Methode

Hebelwirkungen	Zukunftserfolg in THCF	Kapitalisierung m%	Unternehmens- wert in THCF	Effekt
Basisbewertung	200	11	1820	
Hebel 1: Erhöhung Kapitalisierung	200	12	1670	-150
Erhöhung um 1% z.B. wegen Risiko				-8%
Hebel 2: Reduktion Kapitalisierung	200	9	2220	400
Reduktion um 2% z.B. wegen Handelbarkeit				22%
Hebel 3: Erhöhung Erfolg	210	11	1910	90
Erhöhung Erfolg um TCHF 10				5%
Hebel 4: Reduktion Erfolg	190	11	1730	-90
Reduktion Erfolg um TCHF 10				-5%
Hebel 5: Kombination	210	9	2330	510
Reduktion Risiko; Erhöhung Erfolg				28%

Eindrücklich ist, dass bereits moderate Anpassungen dieser Faktoren – insbesondere die kombinierte Anpassung – wesentliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben.

Wichtige Fragen, die auf alle Fälle zu beantworten sind:

- Sind die zugrunde liegenden nachhaltigen Zukunftserfolge begründet und anhand von verlässlichen Unterlagen plausibel nachzuvollziehen?
- Sind wesentliche Verbesserungen der Ertragslage gegenüber früher (*Hockey-stick-Effekt*) konsistent behandelt (z.B. *mehr Umsatz benötigt i.d.R. auch mehr Verwaltungs- und Vertriebsgemeinkosten und zusätzliche Investitionen*)?
- Sind die Kapitalisierungszinssätze plausibel hergeleitet und sind die Zinskomponenten (z.B. *Marktrisikoprämie*) gesichert?

9.4 Gründe für die Wahl der Bewertungsmethode

Aufgrund der vorliegenden grundsätzlichen Kenntnisse über die Bewertungsverfahren und die tendenziell zu erwartenden Bewertungsergebnisse sind Sie nun in der Lage die für Sie geeignete Bewertungsmethode zu wählen und auf Ihre persönliche Zielsetzung abzustimmen.

Mittlerweile gibt es auch einige hoch automatisierte Bewertungs-Apps. Die rechnerische Richtigkeit dieser Applikationen ist einwandfrei, vorausgesetzt die Eingabewerte sind richtig. Es bleibt der gute alte Grundsatz «Garbage In, Garbage Out». Das ist eine Phrase aus der Informatik, die besagt, dass ein Rechner eine ungültige oder nicht aussagekräftige Ausgabe produziert, wenn die Eingabe ungültig oder nicht aussagekräftig ist. Bewertung bleibt auch in digitalisierten Zeiten nicht einfach. Geschäftsmodelle müssen verstanden und es muss auch in Szenarien gedacht werden. Nichtsdestotrotz hilft hier Big-Data bei der Datenbeschaffung insb. bei Vergangenheitszahlen oder der Einordnung eines Unternehmens in eine Branche / Markt zur Ermittlung der Kapitalkosten.

Die folgenden Überlegungen zeigen lediglich grundsätzliche Wahlmöglichkeiten auf, welche in jedem Falle vertieft auch in Bezug auf die persönlichen steuerlichen Auswirkungen zu beurteilen sind!

Welche Ziele verfolgen Sie als Verkäufer?

- Bestmöglicher Verkauf an Dritte; keine weitere Bindung mit der Gesellschaft erwünscht,
 - Methode: Ertragswert- oder DCF-Bewertung, wenn Erfolgspotential verlässlich nachgewiesen werden kann.
- Verkauf an Management, Nahestehende, Bekannte; weitere Bindung mit der Gesellschaft erwünscht, «Lebenswerk» soll erhalten und weitergeführt werden können.
 - Methode: Praktiker-Methode oder Multiple-Methode; es soll ein «fairer» Wert ermittelt werden.
- Familieninterne Nachfolge; weitere Bindung mit der Gesellschaft erwünscht.
 - Methode: Substanzwert-Methode, wenn die Gesellschaft nicht zu schwer ist. Liegt der Ertragswert unter dem Substanzwert, ist der tiefere Ertragswert, allenfalls der Liquidationswert zu wählen.

Die Interessen des Käufers können i. d. R. als diametral angenommen werden: möglichst tiefer Preis basierend auf möglichst sicheren, vergangenheitsbezogenen Ertragswerten oder noch tieferen Substanzwerten. Freuen wir uns auf die Verhandlungen!

Die ermittelten Unternehmensbewertungen entsprechen in aller Regel nicht dem Preis der Transaktion. Es sind nun die subjektiven Vorstellungen und Überlegungen des möglichen Käufers zu erkennen und in Betracht zu ziehen.

«Der wahre Preis einer Sache ... ist die Mühe und Plage, ihn zu erarbeiten.»

Adam Smith

10. Was ist der Unterschied zwischen dem Wert und dem Preis einer Unternehmung?

10.1 Preisbestimmende Faktoren des Verkäufers

Unbestritten ist, dass die Grundvoraussetzungen für erfolgreiche Verkaufsverhandlungen oder die Nachfolgeregelung abhängig sind von Ihrem Verhandlungsgeschick. Weiter sind Sie als erfolgreicher Unternehmer gewohnt, dass Sie agieren und wenn immer möglich den Prozess bestimmen. Und schliesslich ist eine verlässliche Entscheidungsgrundlage unerlässlich.

Die erfolgsversprechende Taktik eines Verkaufsprozesses könnte am Beispiel Verkauf an Dritte wie folgt skizziert werden:

- Erstellung einer Unternehmensbewertung aus Ihrer Sicht (Entscheidungswert).
- Bewertungsauftrag an anerkannten und erfahrenen Unternehmensbewerter (guter Ruf und Erfahrung ist entscheidend).
- Bestimmung der Bewertungsmethode (Ziel hoher Verkaufspreis – Ertragswert-Methode).
- Umfassende Datensammlung und Vorbereitung der Bewertung (Ihre Hausaufgabe).
- Quantifizierung der wertbestimmenden materiellen Faktoren aufgrund der nachgewiesenen Erfahrungswerte.
- Quantifizierung der wertbestimmenden immateriellen Faktoren: kundenbezogen (Kundenstamm, Kundennähe etc.), marktbezogen (gute Marke und Marktpräsenz etc.), personalbezogen (Mitarbeitertreue, Ausbildung etc.), organisationsbezogen (gute Aufbau- und Ablauforganisation etc.), weitere Punkte: Technologie, Standort, Lieferanten, Infrastruktur, Konkurrenz etc.
- Hinweis auf mögliche künftige Synergien, welche vom Käufer zusätzlich genutzt werden könnten (Rationalisierungspotentiale, Senkung Fixkosten, Verbundvorteile etc.).
- Erstellung umfassender Business-Pläne und Finanzpläne, welchen Zukunftserfolg plausibel und nachvollziehbar darstellen.
- Umfassende Begründung der Zukunftsentwicklung anhand verlässlicher Daten (Marktprognosen der Branche, Banken etc.)

- Erstellung der Zukunftsprognosen unter einem optimistischen Best-Case-Szenario und einer pessimistischen Variante (Sensitivitätsanalyse).
- Die Bewertung der Varianten zeigt den oberen und unteren Rahmen des Unternehmenswertes.
- Erstellung einer Risikoanalyse und bei Bedarf umgehende Massnahmen zur Vermeidung und Verminderung wertbestimmender Risikofaktoren.
- Bestimmung der Kapitalisierungszinssätze unter realistischer und optimistischer Einschätzung der Risikolage.
- Verifizierung der Unternehmensbewertung durch eine second opinion oder eine Due Diligence z. B. durch die Bank.
- Erstellung Verhandlungsangebot auf der Grundlage der von Ihnen in Auftrag gegebenen Unternehmensbewertung.
- Bestimmung Zeitrahmen – wenn möglich keinen zeitlicher Druck aufsetzen.
- Klare Vorstellung über Abgeltung darlegen.– z. B. Barzahlung, Kaufpreisfinanzierung durch Darlehen, Sicherheiten, Bürgschaften etc.
- Klare Vorstellung über Abwicklung darlegen. – Austritt als Verwaltungsrat, Tätigkeit als Berater etc.
- Klare Vorstellung über Kommunikation – Vertraulichkeit und Geheimhaltung, Einbezug Dritter etc.
- Bereitstellung aller notwendigen Unterlagen für eine kritische Überprüfung Ihrer Unternehmensbewertung (Due Diligence vom Käufer bestimmt, siehe Kapitel 10.2).– Vereinbarung, dass Sie zur Due Diligence Stellung nehmen können.
- Vereinbarung darüber, wer den Kaufvertrag erstellt.
– wenn möglich eine second opinion vereinbaren

Auf der Grundlage diese Vorbereitungen und Hausaufgaben sind Sie in der Lage die anstehenden Verhandlungen zu steuern und erfolgreich zu führen. Ihre Verhandlungsposition wirkt in jedem Falle professioneller auf Ihre Gegenpartei, wenn Sie gut vorbereitet sind.

Das Verhandlungsziel ist, den von Ihnen ermittelten Unternehmenswert als Verkaufspreis zu realisieren oder zu übertreffen!

Argumente für einen hohen Kaufpreis:

- Alle möglichen materiellen und immateriellen Argumente in Bezug auf finanzielle, betriebswirtschaftliche, rechtliche, personelle, gesetzliche oder steuerliche Aspekte müssen vom Verkäufer identifiziert und beschrieben werden.
- Die positiven Argumente müssen umfassend erläutert und quantifiziert werden.
- Negative Argumente müssen plausibel entkräftet werden.

10.2 Preisbestimmende Faktoren des Käufers

Der Käufer Ihrer Unternehmung hat klare Vorstellungen und Ziele für einen möglichen Kauf und die Verwendung Ihrer Unternehmung. In aller Regel ist er primär an der Ertragskraft Ihrer Unternehmung interessiert, sei das am Erwerb Ihrer Kunden, Ihres Marktes, Ihrer Mitarbeiter, Ihres Know-how, Ihres Standortes etc.

Je besser er in der Lage ist, die subjektiven Elemente der Unternehmensbewertung kritisch zu hinterfragen oder gar zu widerlegen, desto mehr findet er vernünftige Argumente zur Reduktion des Kaufpreises.

Der verantwortungsbewusste Käufer wird die vorliegende Unternehmensbewertung einer Due Diligence unterziehen. Dies ist eine unabhängige vorsichtige Beurteilung. Ziel dieser Due Diligence ist:

- Kritische Beurteilung der Unternehmensbewertung in Bezug auf Qualität und Methodik.
- Identifikation und Überprüfung kritischer Erfolgsfaktoren sowie Annahmen und Hypothesen.
- Identifikation potentieller finanzieller, betriebswirtschaftlicher, rechtlicher, personeller, gesetzlicher oder steuerlicher Probleme
- Offenlegung aller möglichen Risiken für den Käufer.

Argumente für einen tieferen Kaufpreis:

- Unsichere und methodisch nicht konsistente Unternehmensbewertung.
- Nicht begründete und nicht nachgewiesene Annahmen und Hypothesen.
- Identifikation nicht berücksichtigter Probleme und Risiken.

10.3 Variable Preisbestimmung (Earn-out-Verfahren)

Es ist denkbar, dass der Verkäufer und der Käufer stark abweichende Wert- und Preisvorstellungen haben. Der Grund dafür liegt meistens in der Ungewissheit der künftigen Entwicklung der Unternehmung.

Der Verkäufer ist aufgrund seiner Erfahrungen und der pflichtgemässen Schätzung des nachhaltigen Unternehmungserfolgs überzeugt von seiner Bewertung. Seine Argumente sind begründet und nachvollziehbar. Eine Garantie für das tatsächliche Eintreffen der Ergebnisse kann er jedoch nicht abgeben.

Der Käufer seinerseits kann die Argumente nachvollziehen, kann oder will es sich aber nicht leisten, das Risiko einzugehen für etwas zu bezahlen, was möglicherweise nicht eintritt.

Damit diese Meinungsverschiedenheiten nicht zum Deal-Breaker werden, hat sich in der Praxis eine Möglichkeit entwickelt, welche auf einer einfachen Idee beruht. Der Wert orientiert sich am tatsächlichen Verdienst (Earn-out):

- Es wird eine Anzahlung vereinbart (z.B. in der Höhe des Substanzwertes).
- Die Bezahlung der weiteren Teilbeträge wird vom Erreichender tatsächlichen Ergebnisse abhängig gemacht.
- Die Earn-out-Periode wird auf rund 2 bis 4 Jahre begrenzt.

Dieses Verfahren hat Vor- und Nachteile. Der Verkäufer muss sich dazu folgende Überlegungen machen:

- Wie lange dauert der Verkaufsprozess bis zur letzten Zahlung?
- Ist der Käufer in der Lage und Willens den Restkaufpreis zu bezahlen?
- Wer garantiert für die korrekte Ermittlung der tatsächlichen Ergebnisse, wenn der Verkäufer seinen Einfluss nicht mehr geltend machen kann?
- Was passiert, wenn die Gründe für die Nichterreicherung der künftigen Ergebnisse vom Käufer verursacht werden?

Es empfiehlt sich, die Earn-out-Vereinbarung detailliert und schriftlich zu regeln. Es macht sich in grösseren und komplexeren Fällen bezahlt, eine unabhängige Drittperson mit der Überwachung der korrekten Vertragserfüllung zu beauftragen.

«Wer seiner Umgebung
gewachsen sein
will, muss sich ihr
entgegenstemmen.»

Julius Langbehn

11. Abschliessende Bemerkungen

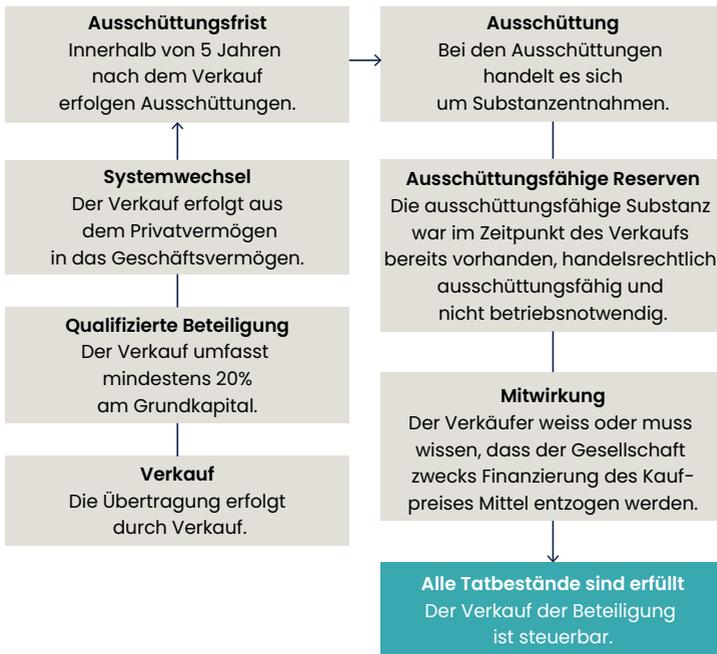
Aufgrund unserer langjährigen Erfahrungen mit Unternehmensbewertungen und Due Diligences im KMU-Umfeld sowie als Experten und Schiedsrichter bei Auseinandersetzungen liegen die Gründe für nicht stimmige Unternehmensbewertungen und damit nicht erfolgreiche Verkaufstransaktionen in vielen Fällen bei folgenden (strategischen) Versäumnissen:

- Fehlendes Projektmanagement oder Unterschätzung des Projektes (*kein systematisches Projektcontrolling in Bezug auf Vorbereitung, Planung, Durchführung, Kontrolle, Entscheid*).
- Unkoordinierte und eigendynamische Entwicklung des Projektes (*mangelhafte Kommunikation, nicht geeignete Berater, fehlende Geduld, hoher Zeitdruck, hohe Kosten*).
- Mangelhafte Dokumentation und mangelhafte Abklärungen

In Bezug auf die Unternehmensbewertung selbst wurden die erforderlichen Abklärungen und Nachweise angesprochen. In Bezug auf die steuerlichen Auswirkungen eines Unternehmensverkaufes empfehlen wir Ihnen dringend vertiefte Abklärungen vorzunehmen und nötigenfalls verbindliche Zusagen des Steueramtes einzuholen.

Ob ein Verkauf der Aktien aus dem Privatvermögen ein steuerfreier Kapitalgewinn darstellt, ist von verschiedenen Faktoren beim Verkäufer, aber auch von möglichen «schädlichen Handlungen» seitens des Käufers abhängig. Die Steuerfolgen beeinflussen in vielen Fällen den Verkaufspreis oder sogar den Verkaufsentscheid.

Gemäss Kreisschreiben Nr.14 vom November 2007 der Eidgenössischen Steuerverwaltung fällt aus dem Verkauf von Beteiligungsrechten steuerbarer Ertrag aus beweglichem Vermögen an, wenn die folgenden, gesetzlich normierten Tatbestände kumulativ erfüllt sind:



Ob diese Tatbestände tatsächlich erfüllt sind – und damit eine Steuerpflicht ausgelöst wird –, muss sorgfältig geprüft werden. Eine Beurteilung durch den Steuerexperten sowie rechtsverbindliche Zusagen des Steueramtes sind für komplexe Transaktionen unerlässlich.

Glossar

- Cashflow** (vereinfachte Erklärung) Barmittel, welche durch die operative Tätigkeit am Ende des Geschäftsjahres mehr in der Kasse sind. Ausgehend vom Ergebnis der Jahresrechnung sind dies der Gewinn zuzüglich der Abschreibungen, der nicht baren Aufwendungen (z.B. Zunahme der Rückstellungen) sowie die Veränderung des Netto-Umlaufvermögens, der Investitionen und Desinvestitionen sowie der Aufnahme und Rückzahlung von Darlehen.
- Due Diligence** Sorgfaltsprüfung. Diese Prüfung wird im Sinne einer Zweitmeinung vom Käufer durchgeführt, wenn die Unternehmensbewertung vom Verkäufer erstellt wurde. Der Käufer will Sicherheit darüber haben, ob die Bewertung methodisch und inhaltlich korrekt durchgeführt wurde und ob alle wesentlichen Risiken offengelegt wurden. Einschränkende Due-Diligence-Ergebnisse führen i. d. R. zu Kaufpreisänderungen.
- EBIT** Earnings before interest and taxes. Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern. Dieser Wert zeigt die Ertragskraft einer Unternehmung unabhängig von der Höhe des verzinslichen Fremdkapitals und ohne Belastung der Ertragssteuern durch den Fiskus.
- EBDIT** Earnings before interest, taxes and depreciations. Betriebsergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern. Dieser Wert zeigt die Ertragskraft einer Unternehmung ohne den Wertverzehr der Anlagen.
- Entity-Methode** Der Unternehmenswert wird auf der Grundlage des Gesamtkapitals ermittelt. Der zu kapitalisierende nachhaltige Erfolg basiert auf dem freien Cashflow vor Zinsen. Der FCF vor Zinsen wird mit dem gewichteten Zinssatz aus Fremdkapitalzins und Eigenkapitalzins (WACC) kapitalisiert. Vom kapitalisierten Gesamtkapital werden die verzinslichen Schulden in Abzug gebracht.

- Management-buy-out** Der Kauf der Unternehmung erfolgt durch das bisherige Management. Das Management hat aktiv zum (Mehr)Wert der Unternehmung beigetragen. Die operativen Strukturen in der Unternehmung können in der Regel unverändert beibehalten werden.
- Management-buy-in** Der Kauf der Unternehmung erfolgt durch einen Investor oder eine Gruppe, welche(r) die künftige Geschäftsführung übernehmen wird. Die operativen Strukturen in der Unternehmung werden in der Regel den neuen Bedürfnissen der Käufer angepasst.
- Equity-Methode** Der Unternehmenswert wird auf der Grundlage des Eigenkapitals ermittelt. Der zu kapitalisierende Erfolg basiert auf den freien Cashflows nach Zinsen. Der FCF nach Zinsen wird mit den Eigenkapitalzinssatz kapitalisiert. Ein Abzug des verzinslichen Fremdkapitals erübrigt sich.
- FCF Free Cashflow** Freier Cashflow. Der freie Cashflow drückt aus, wie viel vom operativen Cashflow nach Abzug der Investitionen und der Veränderung von Darlehen udgl. dem Investor zur Verfügung steht.
- Going-Concern** Unternehmungsfortführung. Die Bewertung der Unternehmung erfolgt unter der Prämisse, dass die Gesellschaft in der angegebenen Form auf unbestimmte Zeit fortbestehen kann. Sollte die Fortführung der Unternehmung unsicher oder ernsthaft gefährdet sein, müsste dies mit einem höheren Risikozinssatz oder sogar mit dem Liquidationswert berücksichtigt werden.
- Hockey-stick-Effekt** Wenn der Erfolg einer Unternehmung grafisch dargestellt eine wesentliche Verbesserung erfährt, ergibt sich eine Kurve, die mit einem Hockey-Stick vergleichbar ist.
- Leverage-Effekt** Ein fremdfinanzierter Unternehmungskauf trägt zur Verbesserung der Eigenkapitalrendite bei, wenn das Fremdkapital günstiger ist als die angestrebte Eigenkapitalrendite.
- M & A-Spezialisten** Spezialisten, die sich professionell mit Unternehmungskäufen und -verkäufen, Umstrukturierungen u. dgl. beschäftigen.

- Multiples** Multiplikator. Bei der Bewertung nach der Multiples-Methode wird ein bestimmter Wert der Unternehmung (z.B. *EBIT* oder *Umsatz*) mit einem branchen- und risikoabhängigen Faktor multipliziert. Dieser Faktor stammt aus einer verlässlichen Datensammlung von Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen. Bei nicht börsenkotierten Unternehmen werden diese Faktoren von M&A-Gesellschaften zusammengetragen.
- WACC** Weighted Average Cost of Capital: gewichtete durchschnittliche Gesamtkapitalkosten. Dieser Kapitalkostensatz wird für die Kapitalisierung der freien Cashflows vor Zinsen (*Equity-Methode*) verwendet.
- Earn-out** Der Verkäufer und der Käufer vereinbaren, den endgültigen Kaufpreis vom Erreichen bestimmter Bedingungen wie Umsatz, Cashflow, Gewinn abhängig zu machen. Das heißt, dass der Verkäufer einen besseren Verkaufspreis erzielen kann, wenn die vereinbarten Bedingungen erfüllt werden können. Problematisch ist, dass der Verkäufer in der Regel keinen operativen Einfluss mehr auf die Geschäftsführung nehmen kann.

Autoren

Karl Renggli

eidg. dipl. Wirtschaftsprüfer, Verwaltungsrat der AWB Revisionen AG, Dozent für Revisionslehre an der Schweizerischen Akademie für Wirtschaftsprüfung, Schweizerischen Treuhänderschule, KV Business School Zürich, MAS Economic Crime Investigation HSW Luzern und weiteren Instituten.

Martin Hartmann

dipl. Wirtschaftsprüfer, Geschäftsleitungsmitglied / Leiter Wirtschaftsprüfung der AWB Beratung AG, Aarau und Lengnau.

Diese Publikation steht Ihnen auch in elektronischer Form (PDF-Format) unter akb.ch/prospekte zur Verfügung.

5001	Aarau	Tel. 062 835 77 77
5401	Baden	Tel. 056 556 66 01
5242	Birr-Lupfig	Tel. 056 464 20 80
5620	Bremgarten	Tel. 056 648 28 88
4805	Brittnau	Tel. 062 745 88 44
5200	Brugg	Tel. 056 448 95 95
5312	Döttingen	Tel. 056 268 61 11
5442	Fislisbach	Tel. 056 204 22 00
5070	Frick	Tel. 062 871 68 78
5722	Gränichen	Tel. 062 855 50 80
5080	Laufenburg	Tel. 062 874 42 62
5600	Lenzburg	Tel. 062 888 50 60
4312	Magden	Tel. 061 843 73 00
5507	Mellingen	Tel. 056 491 90 00
4313	Möhlin	Tel. 061 853 73 00
5630	Muri	Tel. 056 675 80 80
8965	Mutschellen	Tel. 056 648 24 24
5415	Nussbaumen	Tel. 056 296 20 20
5036	Oberentfelden	Tel. 062 738 33 33
4665	Oftringen	Tel. 062 553 55 89
4600	Olten	Tel. 062 207 99 99
5734	Reinach	Tel. 062 765 80 50
4310	Rheinfelden	Tel. 061 836 31 31
4852	Rothrist	Tel. 062 785 60 85
5707	Seengen	Tel. 062 767 90 80
5643	Sins	Tel. 041 789 71 11
8957	Spreitenbach	Tel. 056 555 70 55
5034	Suhr	Tel. 062 842 89 89
5430	Wettingen	Tel. 056 437 33 33
5103	Wildeggen	Tel. 062 893 36 36
5610	Wohlen	Tel. 056 619 95 11
4800	Zofingen	Tel. 062 745 81 11

Stand Januar 2024. Änderungen sind jederzeit möglich.