



# Methoden und Vorgehen zur Unternehmensbewertung

## Methoden und Vorgehen zur Unternehmensbewertung in der Praxis

Die Bewertung eines Unternehmens ist eine äusserst anspruchsvolle Aufgabe. Der nachfolgende Artikel gibt Ihnen eine Übersicht über die häufigsten Beweggründe, eine Unternehmensbewertung in Auftrag zu geben, die anerkannten Methoden und das zu wählende Vorgehen, um den Firmenwert zu ermitteln. Ausführlichere Informationen und zahlreiche Beispiele von Unternehmenswerten liefert der Praxisleitfaden „Unternehmen erfolgreich kaufen und verkaufen“ der Business Broker AG.

Wie Sie feststellen werden, liefert jede wissenschaftliche Bewertungsmethode unterschiedliche Werte – ohne eine fachmännische Interpretation der einzelnen Resultate und der Kenntnis über realisierte Preise sagt eine Bewertung daher wenig aus.

- 1. Allgemeines zur Unternehmensbewertung..... 2
- 2. Gründe und Anlässe für eine Unternehmensbewertung..... 2
  - 2.1 Unternehmensverkauf / Nachfolgeregelung ..... 2
  - 2.2 Strategiefestlegung ..... 2
  - 2.3 Schiedswert..... 3
  - 2.4 Erbschaft..... 3
- 3. Unternehmensbewertungsmethoden..... 3
  - 3.1 Entity vs. Equity Approach ..... 3
  - 3.2 Substanzwertmethode ..... 3
  - 3.3 Ertragswertmethoden..... 4
  - 3.4 Marktwertmethoden (Multiplikatoren, Multiples) ..... 8
  - 3.5 Eigentümergewinn (-EBITDA)..... 9
- 4. Vorgehen bei einer Unternehmensbewertung ..... 10
  - 4.1 Die Bereinigung der Jahresrechnungen ..... 10
  - 4.2 Unternehmensbewertungs-Methodenmix ..... 10
  - 4.3 Vergleich und Interpretation der Resultate..... 10
- 5. Fazit..... 11

## 1. Allgemeines zur Unternehmensbewertung

Grundsätzlich ist zwischen dem theoretischen Unternehmenswert und dem realisierbaren Unternehmenswert zu unterscheiden: Der theoretische Unternehmenswert kann mittels verschiedener Methoden ermittelt werden, wobei jede Methode unterschiedliche Werte generiert. Es gibt daher keinen richtigen oder falschen theoretischen Unternehmenswert, sondern verschiedene Werte, welche für unterschiedliche Betrachter unterschiedlich plausibel sind.

Der realisierbare Unternehmenswert kann für nicht börsennotierte Unternehmen nur dann festgestellt werden, wenn das Unternehmen effektiv verkauft wird. Er ist immer eine Momentaufnahme.

Grob kann eine Bewertung in zwei Arten unterteilt werden: In die Substanzwert- und in die Ertragswertmethoden. Bei der Substanzwertmethode setzt sich der Unternehmenswert aus dem bewerteten Vermögen abzüglich der bewerteten Schulden der Gesellschaft zusammen. Dabei kann das Vermögen zu Buch-, Wiederbeschaffungs- oder Liquidationswerten eingesetzt werden. Stille Reserven müssen entsprechend berücksichtigt werden.

Um den Wert eines Unternehmens zu evaluieren, reicht es jedoch nicht, nur den Substanzwert heranzuziehen. Die Substanz allein schafft noch keinen Wert, wenn damit nicht ein entsprechender Ertrag erwirtschaftet wird. Es kann unter Umständen auch mit sehr geringer Substanz ein hoher Ertrag generiert werden. Daher spielt bei der Bewertung einer Gesellschaft die Ertragskraft ebenfalls eine wichtige Rolle.

Die Ertragswertmethoden zeigen auf, was mit der vorhandenen Substanz erwirtschaftet werden kann. In den Ertragswert fließen daher die nicht-physischen Vermögensbestandteile wie zum Beispiel der Kundenstamm, die Marktposition und die Reputation mit ein. Er wird auch bestimmt durch die Strategie des Unternehmens, die Marktsituation und die Fähigkeiten des Managements.

## 2. Gründe und Anlässe für eine Unternehmensbewertung

Die Beweggründe eine Unternehmensbewertung durchzuführen sind vielfältig. Im Rahmen eines Unternehmensverkaufs oder einer Nachfolgeregelung ist die Unternehmensbewertung zur Preisfestsetzung essentiell. Die Unternehmensbewertung ist aber auch bei der Strategiedefinition und der Wahl der Alternativen ein sehr wertvolles Instrument zur Unternehmensführung. Weiter werden Unternehmensbewertungen bei Rechtsfällen im Rahmen eines Gutachtens benötigt wie auch bei der Ermittlung und Aufteilung von Erbschaften.

### 2.1 Unternehmensverkauf / Nachfolgeregelung

Entschlossen Sie sich als Inhaber Ihres Unternehmens zum Verkauf oder einer Nachfolgeregelung, so ist es wichtig, eine Standortbestimmung in Form einer Unternehmensbewertung vorzunehmen. Bei der Bewertung eines Unternehmens wird ersichtlich, welchen Wert das Unternehmen zum Bewertungszeitpunkt hat. In der Phase der Preisverhandlung können mittels der analysierten Faktoren die richtigen Argumente gefunden werden. Der Unternehmenswert kommt also einem Argumentationswert gleich. Bei der Bewertung werden verschiedene Szenarien (konservativ, realistisch, optimistisch) berücksichtigt. Der Argumentationswert verdeutlicht, dass der ermittelte Wert in der Regel nicht gleich dem Preis ist, der schliesslich bezahlt wird. Es kommen verhandlungsspezifische und subjektive Aspekte hinzu.

### 2.2 Strategiefestlegung

Ausgehend von einer Unternehmensbewertung und den daraus gewonnenen Erkenntnissen, können Optimierungsmassnahmen hinsichtlich eines späteren Firmenverkaufs festgelegt werden. Da die Werttreiber des Unternehmenswertes bei einer Bewertung herauskristallisiert werden, ist es möglich die Strategie anhand dieser (neu) auszurichten. Es macht beispielsweise Sinn, die einzelnen Kostenblöcke auf deren Wertbeitrag zu überprüfen. Die Auslastung des Personals, der Räumlichkeiten und des gebundenen Kapitals (wie Maschinen oder Fahrzeuge) sollen unter die Lupe genommen werden und konsequent auf mögliches Einsparpotential überprüft werden. Auf der Ertragsseite ist entscheidend, ob der erwirtschaftete Umsatz eines Geschäftsbereichs auch einen positiven Einfluss auf die Gesamtrentabilität des Unternehmens hat oder diese nach unten drückt.

## 2.3 Schiedswert

Wenn Parteien sich im Rechtsstreit befinden, kann es notwendig sein, den Schiedswert eines Unternehmens zu bestimmen. Als Beispiel kann hier der Ehescheidungsprozess genannt werden, in welchem über die Höhe des erarbeiteten Vermögens in Form des Unternehmenswerts gestritten wird. Business Broker AG hat Erfahrung in der Erstellung von Gerichtsgutachten und übernimmt entsprechende Aufträge.

## 2.4 Erbschaft

Möchten Sie wissen, welchen Wert Ihr Unternehmen hat und welchen Wert Sie Ihren Nachkommen eines Tages zukommen lassen wollen, dann ist es essentiell einen Unternehmenswert zu ermitteln, welcher nicht nur theoretisch richtig ist, sondern sich auch erzielen lässt. Wir helfen Ihnen dabei, einen Wert festzulegen, welcher nicht am Markt vorbeizieht und auf Annahmen beruht, welche einen sinnvollen Realitätsbezug haben.

Falls Sie die schmerzliche Erfahrung gemacht haben, eine(n) Familienangehörige(n) verloren zu haben, welche(r) ihre (seine) Firma über Jahre aufgebaut hat, und Sie nun (allenfalls gemeinsam mit weiteren Erben) vor der Erbschaftsproblematik stehen, ist es zwingend, eine für die Parteien nachvollziehbare, sich an Marktpreisen orientierende Unternehmensbewertung als Entscheidungsgrundlage zu verwenden.

# 3. Unternehmensbewertungsmethoden

Es gibt eine Vielzahl von Unternehmensbewertungsmethoden, die wie eingangs beschrieben grundsätzlich in zwei Kategorien unterteilt werden können: Substanzwertmethode und Ertragswertmethoden. Zusätzlich gibt es Marktwertmethoden (Multiplikatoren, Multiples), welche für eine Bewertung herangezogen werden und mit welchen die mit anderen Methoden ermittelten Resultate plausibilisiert werden können. Dabei wird analysiert, was bei vergangenen Transaktionen (Transaction Multiples) bereits bezahlt wurde bzw. was an der Börse für Marktpreise (Trading Multiples) bezahlt werden. Des Weiteren gibt es Unternehmensbewertungsmethoden, die theoretisch zwar korrekt sind, jedoch in der Praxis für KMU nicht von Relevanz sind, da sie schlicht und einfach zu wenig zweckdienlich bzw. zu wenig aussagekräftig oder nachvollziehbar sind (z.B. die Bewertung mittels der Realoptionstheorie). In der Praxis ist es üblich, ein Bewertungsmix der relevanten Methoden zu verwenden. Der angewandte Bewertungsmix kann je nach Branche variieren, basiert jedoch auf den gemachten Erfahrungen bzw. auf der Expertise von abgeschlossenen Projekten.

Business Broker AG besitzt umfassendes Praxis-Know How, auf welches sie in jedem einzelnen Bewertungsprojekt zurückgreifen kann.

## 3.1 Entity vs. Equity Approach

Bei allen Unternehmensbewertungsmethoden können zwei unterschiedliche Sichtweisen bzw. Ansätze verfolgt werden. Der Entity Approach berücksichtigt diejenigen Ertragsströme, die den Eigenkapitalgebern und Fremdkapitalgebern zustehen. Mit anderen Worten, es wird aus der Sicht des Gesamtunternehmens (Enterprise Value, Entity) bewertet und der Brutto-Unternehmenswert ermittelt. Subtrahiert man davon das Fremdkapital, so erhält man den Netto-Unternehmenswert, welcher dem Wert des Eigenkapitals (Equity) gleichkommt. Beim Verkauf eines Unternehmens ist der Netto-Unternehmenswert relevant. Dieser kann auch direkt über den Equity Approach hergeleitet werden. Dabei werden nur noch die den Eigenkapitalgebern zustehenden Ertragsströme kapitalisiert. Die direkte Herleitung des Unternehmenswerts über die Equity-Methode findet zum Beispiel bei der Aktienbewertung statt.

## 3.2 Substanzwertmethode

Bei der Substanzwertmethode werden alle in der Bilanz vorhandenen Aktivpositionen, also die Vermögensteile des Unternehmens summiert. Der Substanzwert wird üblicherweise zu Fortführungswerten (sogenannten Reproduktionswerten) berechnet. Alle Vermögensteile zusammen bilden das Gesamtvermögen des Unternehmens und werden als Brutto-Substanzwert bezeichnet. Um den Netto-Substanzwert des Unternehmens zu erhalten, d.h. den Substanzwert des Eigenkapitals, wird das Fremdkapital (alle Verbindlichkeiten bzw. Schulden des Unternehmens) vom Bruttosubstanzwert abgezogen.

$$\text{Netto-Substanzwert} = \sum_{i=1}^I \text{Vermögensteil (Aktivum)}_i - \text{Fremdkapital} - \text{stille Reserven} \times \frac{\text{Steuersatz}}{2}$$

### 3.2.1 Buchwert, stille Reserven und latente Steuern

Die Aktiven in der Finanzbuchhaltung (Steuerbilanz) stellen Buchwerte dar und müssen zuerst bereinigt werden. Die Differenz zwischen den Buchwerten und den tatsächlichen Werten beinhaltet stille Reserven, um welche die Buchwerte angepasst werden müssen. Die stillen Reserven ziehen latente Steuern nach sich, da bei einer zukünftigen Auflösung der stillen Reserven ein positiver Einfluss auf die Erfolgsrechnung erzielt wird bzw. ein höherer Gewinn ausgewiesen wird. Die latenten Steuern können bei der Berechnung des Substanzwertes berücksichtigt werden, indem die Bewertungsdifferenzen (zwischen Buchwerten und effektiven Werten) mit dem halben Steuersatz multipliziert und vom ermittelten Substanzwert in Abzug gebracht werden. Mit der Verwendung des halben Steuersatzes wird einerseits dem zeitlich späteren Anfall der Steuern (Zeitwert des Geldes) und andererseits der Planbarkeit der Auflösung der stillen Reserven Rechnung getragen (Steuerlast wird nicht ganz so hoch ausfallen).

### 3.2.2 Fortführungswert (Reproduktions- oder Wiederbeschaffungswert)

Beim Substanzwert zu Fortführungswerten werden die Vermögensbestandteile zu dem Wert berücksichtigt, den sie bei heutiger Wiederbeschaffung zu Marktpreisen kosten. Der Fortführungswert gibt also an, wie hoch die Wiederbeschaffungskosten bei einer Reproduktion des Unternehmens sein würden. Die Anschaffungswerte zu aktuellen Preisen werden herangezogen, davon Abschreibungen (Wertverzehr) aufgrund des Alters abgezogen, woraus der Wiederbeschaffungswert resultiert.

### 3.2.3 Liquidationswert

Der Liquidationswert gibt denjenigen Wert der Vermögensbestandteile an, der nach Abzug der Schulden und Liquidationskosten erzielt werden kann. Dabei ist zu beachten, dass bei einer Liquidation aufgrund des zeitlich knappen Rahmens und aufgrund der möglichen Ausrichtung der Vermögensbestandteile auf den Zweck und die Spezialisierung des Unternehmens schlechtere Preise realisiert werden können.

### 3.2.4 Nicht betriebliches Vermögen

Bei der Bewertung eines Unternehmens mittels der Substanzwertmethode werden in erster Linie die betrieblichen Vermögensbestandteile summiert. Im Unternehmen können jedoch zusätzlich nicht-betriebliche Aktiven wie zum Beispiel Immobilien, welche nicht mit dem operativen Geschäft zusammenhängen, oder eine für den Betrieb nicht notwendige Überliquidität (dies ist bei kleineren Unternehmen in der Regel nicht der Fall) vorhanden sein. Diese nicht betrieblichen Vermögensbestandteile werden getrennt aufgeführt bzw. zusätzlich zum Netto-Substanzwert addiert und separat ausgewiesen.

### 3.2.5 Fazit Substanzwertmethode

Die Substanzwertmethode ist eine Bestandsaufnahme der vorhandenen Vermögensteile (Aktiven), d.h. der existierenden Substanz des Unternehmens. Der Netto-Substanzwert stellt den effektiven Wert des Eigenkapitals dar, d.h. heisst die um die stillen Reserven korrigierten Steuerwerte der Aktiven, reduziert um die Schulden bzw. Verbindlichkeiten des Unternehmens. Der Substanzwert kann als Untergrenze bei der Bewertung eines Unternehmens gesehen werden, da die Substanz zum Bewertungszeitpunkt materiell vorhanden ist.

## 3.3 Ertragswertmethoden

Die Ertragswertmethoden bewerten ein Unternehmen anhand der erwarteten Ertragsströme, die das Unternehmen für die Firmeninhaber in Zukunft mit der vorhandenen Substanz erwirtschaftet. Die zukünftig anfallenden

Ertragsströme können Gewinne oder Cash Flows sein. Je nach Art des Ertragsstroms werden die einzelnen Ertragswertmethoden unterschieden. So basiert die weit verbreitete und als Bewertungsstandard geltende Discounted Cash Flow Methode auf einer Cash Flow-Grösse und die reinen Ertragswertmethoden wie auch die Übergewinnmethoden auf einer Gewinn-Grösse. Sogenannte Dividendenmodelle (z.B. das Dividendendiskontierungs- oder das Dividendenwachstumsmodell) basieren auf erwarteten Ertragsströmen in Form von Dividenden, welche den Aktionären in Zukunft zufließen. Die Dividendenmodelle werden hier jedoch nicht aufgeführt, da diese für die Aktienbewertung v.a. bei börsenkotierten Firmen mit einer konstanten Dividende relevant sind.

### 3.3.1 Grundlagen der Ertragswertberechnung

#### 3.3.1.1 Zeitwert des Geldes und Risikoüberücksichtigung

Die Ertragswertmethoden gründen alle auf derselben Methodik: Erwartete Ertragsströme, die den Firmeneigentümern in der Zukunft zufließen, werden auf den Zeitpunkt der Bewertung angepasst. Das grundlegende Argument hierfür ist der Zeitwert des Geldes. Dieser besagt, dass ein Franken heute mehr wert ist als ein Franken morgen, da das Geld heute zu einem bestimmten Zinssatz (risikoloser Marktzinssatz) angelegt werden kann. Neben dem Zeitwert des Geldes wird das Risiko berücksichtigt, mit welchem die Erträge in Zukunft schwanken, was als sogenannte Volatilität bezeichnet wird. Je höher die Schwankungen sind, desto höher ist das Risiko und damit auch der Kapitalkostensatz, mit welchem die zeitlich verzögert anfallenden Ertragsströme abdiskontiert werden, d.h. auf den Bewertungszeitpunkt überführt werden. Der Kapitalkostensatz ist ein Zinssatz, welcher sowohl die erwähnte zeitliche Komponente, als auch das dargelegte Risiko berücksichtigt. Mit Abdiskontieren ist konkret gemeint, dass ein zukünftiger Ertragsstrom (Endwert) durch den Term  $(1 + \text{Zinssatz})^{\text{Periode } t}$  dividiert wird, um den heutigen Wert des Ertragsstroms (Barwert) zu erhalten. Die Ertragsströme können Gewinne oder Geldflüsse (Cash Flows) sein, die am Ende eines Geschäftsjahres dem Firmeninhaber zufließen.

$$\text{Endwert} = \text{Barwert} + \text{Barwert} \times \text{Zinssatz} = \text{Barwert} \times (1 + \text{Zinssatz})$$

$$\text{Barwert} = \frac{\text{Endwert}}{(1 + \text{Zinssatz})}$$

#### 3.3.1.2 Die Bestimmung des Kapitalkostensatzes

Die Höhe des Kapitalkostensatzes hat einen grossen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens, da die erwarteten Ertragsströme bei der Bewertung mit den Kosten des Kapitals verglichen bzw. mit dem Kapitalkostensatz diskontiert werden. Der Kapitalkostensatz setzt sich aus den Renditeansprüchen der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkostensatz) und der Fremdkapitalgeber (Fremdkapitalkostensatz) zusammen. Für die Berechnung des Kapitalkostensatzes werden der Eigenkapitalkostensatz mit dem Eigenkapitalanteil und der Fremdkapitalkostensatz mit dem Fremdkapitalanteil gewichtet. Beim Fremdkapitalkostensatz werden zusätzlich die Unternehmenssteuern berücksichtigt, da die Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind. Daher wird der Begriff steueradjustierter, durchschnittlicher Kapitalkostensatz ( $WACC_s$  - Weighted Average Cost of Capital) verwendet (vgl. Kapitel 3.3.2 Discounted Cash Flow Methode). Das Eigenkapital ist das teuerste Kapital. Die von den Eigenkapitalgebern geforderte Rendite ist viel höher als der Fremdkapitalzinssatz. Durch Aufnahme von Fremdkapital (zum Beispiel in Form eines Bankkredits) können die gesamten Kapitalkosten gesenkt werden, wodurch sich auch die Finanzierungsstruktur verändert (man spricht hier vom sogenannten Financial Leverage Effekt).

Der Verzinsungsanspruch der Eigenkapitalgeber kann mittels des CAPM (Capital Asset Pricing Model) bestimmt werden. Dabei werden zu einem als risikolos betrachteten Zinssatz (z.B. 10-jährige Schweizer Staatsanleihe) eine Risikoprämie und gegebenenfalls Risikozuschläge für die beschränkte Handelbarkeit (bei börsenkotierten Firmen) und für die Grösse (bei kleineren und mittleren, nicht börsenkotierten Firmen) addiert. Die Risikoprämie ergibt sich aus dem Produkt des Aktienbetas  $\beta_{EK}$  und der Marktprämie bzw. Marktrendite. Das Aktienbeta  $\beta_{EK}$  sagt aus, wie stark der Aktienpreis im Vergleich zum Markt (in der Schweiz z.B. SMI oder SPI) schwankt. Die empirische Ermittlung des Aktienbetas  $\beta_{EK}$  setzt eine Börsenkotierung voraus. Da jedes Unternehmen eine andere Finanzierungsstruktur bzw. Kapitalstruktur aufweist, muss dies bei der Beta-Berechnung berücksichtigt werden. Dies geschieht mit der sogenannten Hamada-Formel, welche die Beta-Werte  $\beta_{GK}$  der Börse (diese beziehen sich nur auf das Geschäftsrisiko, Business Risk) zu den  $\beta_{EK}$  transformieren, welche zusätzlich zum Geschäftsrisi-

ko auch noch das unternehmensspezifische Finanzierungsrisiko (Financial Risk) einfließen lassen. Bei nicht kotierten Firmen gestaltet sich die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes schwieriger, da keine empirischen Marktdaten zur Beta-Herleitung bestehen. Bei der Bestimmung des Betas spielen hier Erfahrungswerte von vergangenen Transaktionen, vor allem im Bereich von kleineren und mittleren Unternehmen, eine sehr wichtige Rolle. Zusätzlich können Vergleichswerte von börsengehandelten Unternehmen derselben Branche herangezogen werden.

$$WACC_s = k_{FK} \times \frac{FK}{GK} \times (1 - s) + k_{EK} \times \frac{EK}{GK}$$

$$k_{EK} = E(r_{EK}) = r_f + \beta_{EK} \times \underbrace{(r_M - r_f)}_{\text{Marktrendite}} + \text{Risikozuschläge (Handelbarkeit + Grösse)}$$

$\underbrace{\hspace{10em}}_{\text{Risikoprämie}}$

Hamada-Formel:  $\beta_{EK} = \beta_{GK} \times \left[ 1 + \frac{FK}{EK} \times (1 - s) \right]$

Wobei:

$E(r_{EK})$ : erwartete Eigenkapitalrendite	$WACC_s$ : steueradjustierter durchschnittlicher Kapitalkostensatz
$k_{EK}$ : Eigenkapitalkostensatz (an die Kapitalstruktur angepasst)	$EK$ : Eigenkapital (zu Marktwerten)
$k_{FK}$ : Fremdkapitalkostensatz	$FK$ : Fremdkapital (zu Marktpreisen)
$r_f$ : risikoloser Zinssatz (risk free rate)	$GK$ : Gesamtkapital
$\beta_{EK}$ : Aktienbeta (levered)	$s$ : Steuersatz
$\beta_{GK}$ : Gesamtkapitalbeta (unlevered)	
$r_M$ : Marktrendite bzw. Markttrisikoprämie	

### 3.3.2 Discounted Cash Flow Methode

Die Discounted Cash Flow Methode (DCF-Methode) ist, wie der Name schon verrät, eine Cash Flow basierte Unternehmensbewertungsmethode. Zuerst werden die in Zukunft anfallenden sogenannten Free Cash Flows hergeleitet bzw. prognostiziert und dann mittels des steueradjustierten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes  $WACC_s$  auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert.

#### 3.3.2.1 Berechnung des Free Cash Flows (FCF)

Der Free Cash Flow beziffert den Cash Flow aus der Unternehmenstätigkeit, welcher nach Investitionen ins operative Nettoumlaufvermögen und ins Anlagevermögen den Unternehmenseignern sozusagen frei zur Verfügung stehen.

Der Free Cash Flow auf Stufe Entity wird folgendermassen hergeleitet:

<p>EBIT (Earning before interest and taxes / betrieblicher Gewinn vor Zinsen und Steuern)</p> <p>- Steuern auf EBIT</p> <p>= NOPAT (Net operating profit after taxes / betrieblicher Gewinn vor Zinsen nach approximativen Steuern)</p> <p>+ Abschreibungen auf materiellem Anlagevermögen</p> <p>+ Amortisation von immateriellem Anlagevermögen</p> <p>- Investitionen ins Nettoumlaufvermögen</p> <p>- Capex (Investitionen ins Anlagevermögen)</p> <p>- Investitionen in Goodwill</p> <p><b>= Unlevered Free Cash Flow (FCF Unternehmung/Enterprise/Entity)</b></p>
---

Die DCF-Methode nach dem Entity Approach gilt als Best Practice, wobei die Free Cash Flows auf Stufe Entity mit dem steueradjustierten durchschnittlichen Kapitalkostensatz  $WACC_s$  diskontiert werden. Die Steueradjustierung beim WACC ist notwendig, da bei der Berechnung der Free Cash Flows die Steuern direkt vom EBIT (Earnings before Interest and Taxes) abgezogen werden. Dies ist theoretisch nicht korrekt, da die Fremdkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind und so die Steuern nicht direkt vom EBIT, sondern vom EBT (Earnings before Taxes) subtrahiert werden müssten (Ausweis von zu hohen Steuern). Da es in der Praxis jedoch schwierig ist, die exakt anfallenden Steuern zu prognostizieren wird der „erwähnten Unkorrektheit“ im  $WACC_s$  Rechnung getragen, in-

dem bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten die Steuern miteinbezogen werden und so die zu hoch geschätzten Steuern wieder berichtigt werden.

Ausgehend vom Bewertungszeitpunkt wird eine Plan-Erfolgsrechnung für die nächsten 4-5 Jahre erstellt. Für die Zeitperioden nach den 4-5 Jahren wird mit einem vereinfachten Szenario gearbeitet. Es wird ein sogenannter Residualwert bestimmt. Dabei wird die Annahme getroffen, dass die Investitionen gerade den Abschreibungen entsprechen, so dass die zu diskontierenden Free Cash Flows auf Stufe Entity gerade mit den NOPAT (Net Operating Profit after Taxes) übereinstimmen.

Der Brutto-Unternehmenswert setzt sich aus der Summe der Barwerte der Free Cash Flows auf Stufe Entity und aus dem Barwert des Residualwerts zusammen. Um den Netto-Unternehmenswert, den Wert des Eigenkapitals, zu erhalten, wird vom Brutto-Unternehmenswert die Nettoverschuldung subtrahiert.

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t(\text{Entity})}{(1 + \text{WACC}_s)^t}}_{\text{Free cash flows (Entity) gemäss Planungsjahre 1-T}} + \underbrace{\frac{\text{NOPAT}_{T+1}}{\text{WACC}_s \times (1 + \text{WACC}_s)^T}}_{\text{Residualwert bei Nullwachstum}} - \text{FK}$$

### 3.3.2.2 Residualwert, Planungshorizont, ewiges Wachstum

Die Problematik bei der Festlegung des Planungshorizonts liegt in der Gewichtung des Residualwerts. Je grösser die Anzahl der Planungsjahre ist, desto schwieriger ist eine Planung der zukünftigen Free Cash Flows, dafür ist der Anteil des Residualwerts am Unternehmenswert kleiner. Es macht daher Sinn, nur ca. 4-5 Jahre zu prognostizieren, da diese auch begründbar und nachvollziehbar sind, und dafür einen höheren Anteil des Residualwerts am Unternehmenswert in Kauf zu nehmen.

Bei der Planung der zukünftigen Gewinne bzw. Free Cash Flows kann man die Annahme treffen, dass die Gewinne nach dem Planungshorizont ein ewiges Wachstum aufweisen. Im Nenner der DCF-Formel wird dann vom  $\text{WACC}_s$  die Wachstumsrate  $g$  abgezogen. Die Annahme eines ewigen NOPAT-Wachstums ist eine sehr starke Aussage und muss mit grosser Vorsicht betrachtet und vor allem mit einer plausiblen und fundierten Begründung hinterlegt werden.

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t(\text{Entity})}{(1 + \text{WACC}_s)^t}}_{\text{Free cash flows (Entity) gemäss Planungsjahre 1-T}} + \underbrace{\frac{\text{NOPAT}_{T+1}}{(\text{WACC}_s - g) \times (1 + \text{WACC}_s)^T}}_{\text{Residualwert bei ewigem Wachstum}} - \text{FK}$$

### 3.3.3 Reine Ertragswertmethode

Sieht man von einer detaillierten Planung der zukünftigen Jahre ab, kann man eine vereinfachte Ertragswertberechnung durchführen. Dabei geht man davon aus, dass ein ewiger Gewinn (vor Zinsaufwendungen) erzielt werden kann und dieser Gewinn gerade dem Free Cash Flow Entity entspricht. Dies kommt dadurch zustande, dass es keine Veränderungen im Nettoumlaufvermögen gibt und dass die Investitionen gerade den Abschreibungen entsprechen, so dass also lediglich Ersatzinvestitionen getätigt werden. Der als ewig anfallende betrachtete Gewinn wird hierbei mit dem steueradjustierten  $\text{WACC}$  diskontiert, da nur die approximativen Steuern bei der Berechnung des NOPAT berücksichtigt werden.

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{WACC}_s} - \text{FK}$$

### 3.3.4 Goodwill

Die Differenz zwischen dem Ertragswert und dem Substanzwert wird als Goodwill bezeichnet. Der Goodwill beschreibt den Kaufpreisteil, der zusätzlich zum Wert der materiell vorhandenen Vermögensteile, für den Kundstamm, die Reputation, die Marke, die Marktstellung, den Zugang zur Arbeitsleistung der Mitarbeiter und für sonstige immaterielle Aktiven bezahlt wird. Die Höhe des Goodwills hängt mitunter von der Branche ab. Wird ein Unternehmen mit einer kapitalintensiven Geschäftstätigkeit verkauft, ist der Goodwill im Verhältnis zum Verkaufspreis um einiges geringer als bei einem reinen Dienstleistungsunternehmen, wo wenig physische Substanz vorhanden ist.

### 3.3.5 Mittelwertmethode (Praktikermethode)

Die Mittelwertmethode beinhaltet eine gewichtete Mittelwertbildung aus Substanz- und Ertragswert.

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \frac{x \times \text{Ertragswert (netto)} + y \times \text{Substanzwert (netto)}}{(x + y)}$$

Schweizer Methode

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \frac{2 \times \text{Ertragswert (netto)} + \text{Substanzwert (netto)}}{3}$$

### 3.3.6 Übergewinnverfahren

Mit dem Übergewinnverfahren lassen sich die Substanzwert- und die Ertragswertmethode miteinander verbinden. Dabei wird zum Brutto-Substanzwert der über eine bestimmte Dauer T erzielbare Übergewinn addiert. Der Übergewinn ist die Differenz aus dem budgetierten Gewinn nach Steuern (NOPAT) und dem Normalgewinn, welcher das Produkt aus Substanzwert und dem steueradjustierten Gesamtkapitalkostensatz ( $WACC_S$ ) ist. Der budgetierte Gewinn kann höher liegen als der Normalgewinn, beispielsweise aufgrund einer starken Marktposition, die Wettbewerbsvorteile mit sich bringt, jedoch zeitlich beschränkt ist. Der für eine bestimmte Dauer angenommene Übergewinn wird mit dem Rentenbarwertfaktor kapitalisiert, der sich wie in der nachfolgenden Formel zusammensetzt:

$$\text{Unternehmenswert (netto)} = \text{SW (brutto)} + \underbrace{(\text{NOPAT} - \text{Substanzwert brutto} \times WACC_S)}_{\text{Übergewinn}} \times \underbrace{\frac{(1+WACC_S)^T - 1}{WACC_S \times (1+WACC_S)^T}}_{\text{Rentenbarwertfaktor}} - \text{FK}$$

Wobei:  
SW: Substanzwert

## 3.4 Marktwertmethoden (Multiplikatoren, Multiples)

Der ermittelte Unternehmenswert lässt sich bei börsenkotierten Unternehmen mit den an den Börsen bezahlten Preisen (Trading Multiples) oder mit den bereits bei Übernahmen bezahlten Transaktionspreisen (Transaction Multiples) vergleichen. Trading Multiples und Transaction Multiples werden unter dem Begriff Market Multiples (Multiplikatoren) zusammengefasst. Wichtige Market Multiples sind hierbei der Umsatz-, EBITDA-, EBIT-, Reingewinn-Multiple, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV oder P/E-Ratio) oder das Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Market-to-Book Ratio), wobei die Multiples jeweils ein Vielfaches der aufgeführten Kennzahlen sind. Bei nicht



börsenkotierten Firmen stellt sich ein Vergleich mit an der Börse bezahlten Preisen jedoch als relativ schwierig heraus. Ein Vergleich kann gegebenenfalls zur Festlegung einer Preis-Bandbreite nützlich sein.

<b>Unternehmenswert (brutto) gemäss Umsatz-Multiple</b> = Umsatz × Umsatz-Multiple
<b>Unternehmenswert (brutto) gemäss EBITDA-Multiple</b> = EBITDA × EBITDA-Multiple
<b>Unternehmenswert (brutto) gemäss EBIT-Multiple</b> = EBIT × EBIT-Multiple
<b>Unternehmenswert (netto = Eigenkapital) gemäss Reingewinn-Multiple</b> = Reingewinn × Reingewinn-Multiple

Wichtig bei der Multiple-Bewertung ist, dass von derselben Basis aus gestartet wird. Entweder man bewertet auf Gesamtunternehmensebene (Enterprise Value, brutto, unlevered) oder auf Eigenkapitalebene (Equity Value, netto, levered). Zudem ist es sinnvoll, einen Durchschnittswert der einzelnen Multiples zu bilden, um so eine mögliche Verzerrung zu glätten bzw. auszugleichen. Im Übrigen macht es Sinn bei jedem herbeigezogenen Multiple selber ein Durchschnitt über mehrere Jahre zu bilden.

### 3.5 Eigentümergewinn (-EBITDA)

Ein besonderes Augenmerk gilt dem wichtigen EBITDA-Multiple (EBITDA-Multiplikator). EBITDA steht für *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization: Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen (auf Sachanlagen) und Abschreibungen (auf immaterielle Vermögensgegenstände)*. Vor allem bei kleinen und mittleren Firmen stellt dieser ein wichtiges Instrumentarium bei der Unternehmenswertermittlung dar. Dieser Multiplikator ist von der Finanzierungsstruktur und dem Stand des Investitionszyklus unbeeinflusst und daher einer der aussagekräftigsten Multiplikatoren. Ein Unternehmen, das gerade investiert hat, sieht sich mit höheren Abschreibungen und einem tieferen Gewinn konfrontiert als ein Unternehmen, das über längere Zeit keine Investitionen getätigt hat.

Der Eigentümergewinn basiert auf dem EBITDA der den tatsächlichen, um Korrekturen angepasste, erwirtschaftete Cash Flow vor Abschreibungen darstellt. Addiert man zum EBITDA den Bruttolohn (inkl. Sozialleistungen), den sich der Firmeninhaber ausbezahlt hat, resultiert der Eigentümergewinn (auf Stufe EBITDA). Multipliziert mit einem bestimmten Faktor, stellt dieser einen fundamentalen Preisindikator insbesondere bezüglich der Bewertung der Ertragskraft kleinerer und mittlerer Unternehmen dar, bei welchen eine DCF-Wertermittlung unter Umständen wenig Sinn macht. Der Ursprung des Eigentümergewinns (-EBITDA) oder Eigentümer Cash Flows stammt aus dem angloamerikanischen Sprachraum (Owner's Cash Flow). Normalerweise ist der Eigentümer selbst im Unternehmen tätig und kommt in den Genuss unterschiedlicher Leistungen, die das Unternehmen für ihn erbringt. In einem Angestelltenverhältnis müsste er diese Leistungen aus seinem Arbeitseinkommen selbst finanzieren.

Ausgangspunkt für die Berechnung des Eigentümergewinns auf Stufe EBITDA ist immer der EBITDA gemäss Jahresabschluss. Davon müssen folgende Anpassungen bzw. Korrekturen durchgeführt werden:

- **EBITDA gemäss Jahresabschluss**
- Addition des Bruttolohns des Inhabers bzw. der Inhaber (inklusive Boni, Tantiemen und Sozialleistungen)
- Addition zusätzliche Spesen, welche noch nicht im Bruttolohn enthalten sind
- Addition/Subtraktion einmalige, nicht wiederkehrende Aufwendungen/Erträge, die der Erfolgsrechnung belastet/gutgeschrieben worden sind
- Addition/Subtraktion nicht betriebsnotwendige Aufwendungen/Erträge, die der Erfolgsrechnung belastet/gutgeschrieben worden sind

- Addition/Subtraktion der Aufwendungen/Erträge privater Natur, welcher über das Geschäft abgerechnet wurden
- Addition/Subtraktion Bildung/Auflösung von stillen Reserven
- Addition von einfach und schnell realisierbarem Einsparpotenzial
- = **Eigentümergeinn auf Stufe EBITDA**

Business Broker AG hat sich durch über 100 Firmenverkäufe in den letzten 4 Jahren eine sehr wertvolle Datenbasis in Bezug auf die Multiples erarbeitet, welche im Bereich der kleineren und mittleren Unternehmen tatsächlich gezahlt werden. Natürlich bedingt dies eine vorgängig saubere Bereinigung des Jahresabschlusses wie oben aufgeführt.

## 4. Vorgehen bei einer Unternehmensbewertung

Um eine aussagekräftige Unternehmensbewertung, unabhängig der gewählten Methode, durchführen zu können, sind einige zentrale Schritte zu beachten:

- Bereinigung der Jahresrechnungen
- Unternehmensbewertung mit einem Methodenmix
- Vergleich und Interpretation der Resultate

### 4.1 Die Bereinigung der Jahresrechnungen

Die Bilanzen und Erfolgsrechnungen der letzten 3 Jahre müssen um nichtbetriebsnotwendige, ausserordentliche und private Erträge und Aufwendungen bzw. Vermögen und Schulden bereinigt werden. Als Beispiele können hier zusätzlich angemietete Geschäftsräumlichkeiten genannt werden, welche als Aufwand in die Erfolgsrechnung fließen, jedoch für die Geschäftstätigkeit nicht notwendig sind. Oder der Inhaber fährt ein teures Auto und rechnet dessen Leasingkosten über das Geschäft ab. Diese Mehraufwendungen sind zu neutralisieren bzw. herauszurechnen.

### 4.2 Unternehmensbewertungs-Methodenmix

Die Darstellung und Auswahl der Bewertungsmethoden gibt immer wieder zu Diskussionen Anlass. Zunächst ist zu erwähnen, dass eine Unternehmensbewertungsmethode für sich alleine in der Aussagekraft beschränkt ist. In unserer Praxis hat sich ein Unternehmensbewertungs-Methodenmix bewährt. Der Substanzwert kann als Untergrenze bei der Festlegung einer Wertbandbreite angesehen werden. Danach wird der Ertragswert anhand der Discounted-Cash-Flow Methode bestimmt und zusammen mit dem durch Multiples erörterten Ertragswert, der bereits ein zeitlicher und methodenbezogener Durchschnitt ist, gemäss der Mittelwertmethode (dies ist oft die Praktikermethode) gewichtet und zusammengeführt. Wir kombinieren also die Discounted Cash Flow-Methode mit unseren reichhaltigen Erkenntnissen aus bereits durchgeführten Transaktionen (Transaction Multiples).

### 4.3 Vergleich und Interpretation der Resultate

#### 4.3.1 Plausibilitätsprüfung

Die Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse kann durch technisch einfache Bewertungsmethoden, wie es die reine Ertragswertmethode ist, erfolgen. Insbesondere bei der Discounted Cash Flow Methode, bei welcher der Kapitalkostensatz, die Planungszahlen und der Residualwert besonders wertsensitive Wertfaktoren darstellen, ist dies sinnvoll. Des Weiteren können Plausibilitätschecks auch über Multiples (Multiplikatoren) erfolgen. Entscheidend für die Plausibilitätsprüfung ist jedoch die Erfahrung des Beraters aus anderen Projekten. Ein erfahrener Berater kann sein Wissen aus den bereits durchgeführten Bewertungen von Firmen, die aus den unterschiedlichsten Branchen stammen und durch die verschiedensten unternehmensspezifischen Eigenheiten gekennzeichnet sind, gewinnbringend anwenden. Er hat im Laufe der Zeit eine praxis- und zielorientierte Sichtweise entwickelt und vermag sehr gut zu beurteilen, ob ein ermittelter Unternehmenswert und ein angewandter Methodenmix Sinn machen oder nicht.

Bei einer Unternehmensbewertung werden Annahmen in Bezug auf die Umsatzentwicklung, und auch auf die Entwicklung der Kostenseite (Personalaufwand, Materialaufwand, sonstiger betrieblicher Aufwand) getroffen. Ausserdem wird bei den Ertragswertmethoden ein bestimmter Kapitalkostensatz festgelegt und zur Diskontierung

der Ertragsströme verwendet. Da die Zukunft Unsicherheit mit sich bringt, ist es sinnvoll, mit verschiedenen Szenarien (konservativ, realistisch, optimistisch) vor allem hinsichtlich der Umsatzentwicklung eines Unternehmens, die insbesondere von der Branchen- bzw. Marktentwicklung abhängen kann, und hinsichtlich unterschiedlich hohen Kapitalkostensatzes (unternehmensspezifische Risiken) zu arbeiten. Bei der Änderung des Kapitalkostensatzes wird schnell ersichtlich, wie sensitiv der Ertragswert reagiert.

#### 4.3.2 Nachvollziehbarkeit

Vor allem bei den Ertragswertmethoden (speziell der DCF-Methode) ist es unabdingbar, dass die getroffenen Annahmen kritisch hinterfragt werden. Man setzt sich intensiv mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens und den Wertfaktoren auseinander, auf welche eine Bewertung sensitiv reagiert. Mit einer rein technischen Bewertung anhand eines Businessplans bzw. Planungszahlen (Planerfolgsrechnungen, Planbilanzen, Planmittelflussrechnungen) ist es nicht getan. Die getroffenen Annahmen müssen jederzeit nachvollziehbar sein, so dass ein Ausenstehender die wichtigsten Werttreiber bezüglich der Bewertung eines Unternehmens erkennt und auch versteht.

## 5. Fazit

Bei der Unternehmensbewertung geht es nicht darum, den absolut richtigen Wert zu finden. Unternehmenswerte stellen keine reinen objektiven Werte dar, sondern beruhen auf vielen subjektiv festgelegten Annahmen. Es geht darum, eine Wertebandbreite zu bestimmen, welche sich plausibilisieren und kommunizieren lässt. Die Wertbandbreite des Ertragswerts kommt dadurch zustande, dass verschiedene Szenarien (konservativ, realistisch, optimistisch) und verschiedene weitere Annahmen aufgestellt werden. Dabei werden hinsichtlich der Ertrags-/Kostenentwicklung, des Geschäfts- und Finanzierungsrisikos des Unternehmens und der Branchenentwicklung verschiedene Varianten ausgewertet. Ausgehend vom Substanzwert, der materiell vorhanden ist und welcher je nach Kapitalintensität der Geschäftstätigkeit variiert, wird eine Wertuntergrenze bestimmt. Je nach Ertragswert-szenario werden dann die Wertbandbreite und der zu erzielbare Goodwill als Differenz von Ertrags- und Substanzwert, festgelegt. Alle im Rahmen einer Unternehmensbewertung erhaltenen Resultate bedürfen einer fachmännischen Beurteilung und Plausibilitätsprüfung. Nur wer die werttreibenden Faktoren und die einer Bewertung zugrundeliegenden Annahmen detailliert versteht, ist in der Lage, den ermittelten Unternehmenswert zu interpretieren.



Ein Unternehmen der Raiffeisen Gruppe

Business Broker AG | Florastrasse 44 | CH-8008 Zürich

T +41(0)44 420 11 11 | F +41 (0)44 420 11 12

[www.businessbroker.ch](http://www.businessbroker.ch)