



Unternehmensbewertung: Methoden und Einflussfaktoren

Bei jeder Unternehmensnachfolge kommt früher oder später die Frage nach dem Verkaufs-/Kaufpreis des Unternehmens auf. Stets mit dem Hinweis des Käufers bzw. Verkäufers, man wolle nicht zu viel für eine Firma bezahlen respektive zu wenig für sein Unternehmen bekommen. Doch wie bestimmt man den Preis eines Unternehmens? Welche Bewertungsmethoden muss der Praktiker kennen, und welche Faktoren beeinflussen schliesslich den Verkaufs-/Kaufpreis?

■ **Claudius Maier, M.A. HSG und Michel Rohrer, lic. iur**

Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird mittels objektiver, nachvollziehbarer Methoden ein Unternehmenswert ermittelt, welcher je nach Bewertungsverfahren variieren kann. Der Verkaufspreis entspricht in der Regel jedoch nicht dem Unternehmenswert, da in den Preis noch weitere Faktoren einfließen. Der Preis ist stets das Resultat eines Verhandlungsprozesses basierend auf objektiven Tatsachen sowie subjektiven Ansichten und Vorstellungen. Die Unternehmensbewertung bildet somit das Fundament der Preisbestimmung.

Vorgehen Unternehmensbewertung

Die folgenden Punkte müssen bei einer Unternehmensbewertung unabhängig vom gewählten Bewertungsverfahren beachtet und definiert

werden, um der Gegenpartei die eigenen Vorstellungen plausibel und belegbar darzustellen:

Vier Bewertungsverfahren: Discounted Cashflow, Ertragswert, Liquidation, Multiplikator

Aus theoretischer Sicht entspricht der Wert eines Unternehmens dem Gegenwartswert aller dem Investor zufließenden Nettoeinnahmen. Mit Nettoeinnahmen sind dabei alle Einnahmen abzüglich aller Ausgaben gemeint, welche der Investor aufgrund seiner Investition in die Unternehmung erhält. Aufgrund der Probleme bei der Umsetzung dieses Konzepts (exakte Erfassung des Zukunftsstroms der Nettoeinnahmen) sind in der Praxis verschiedene Näherungs- und Kompromisslösungen entwickelt worden.

1. Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren)

Dieses Verfahren entspricht dem oben erwähnten Grundkonzept am besten. Bei der DCF-Methode wird der Unternehmenswert berechnet, indem die zukünftig zu erwartenden Erträge (Cashflows) auf einen bestimmten Bewertungsstichtag abgezinst werden. Der Cashflow ist ein Erfolgsindikator, welcher angibt, in welcher Höhe ein Unternehmen aus eigener Kraft finanzielle Mittel erwirtschaftet hat bzw. erwirtschaften kann.

$$UW = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + TV$$

UW = Unternehmenswert
 t = Zeitpunkt
 CF_t = Cashflow zum Zeitpunkt t
 i = Kalkulationszins
 n = Planungszeit / Lebensdauer
 TV = Terminal Value

Bei einer Bewertung auf Entity-Ebene (Bruttomethode) entspricht der Diskontierungsfaktor den Kapitalkosten. Es bestehen komplexe Methoden, um eine oder die geeignete Diskontierungsrate herzuleiten. Unsicher ist jedoch, ob sich dieser meist erhebliche Aufwand lohnt und nicht lediglich zu Scheingenauigkeiten führt. In der Praxis muss es das Ziel sein, eine Diskontierungsrate zu finden, welche trotz einer gewissen Ungenauigkeit einen passablen Wert liefert.

In die Berechnung des Discounted Cashflows fließen diverse Variablen ein, und es müssen verschiedene Unterlagen erstellt werden.

Bewertungsstichtag	Der Erkenntnis- und Informationsstand unterscheidet sich von Stichtag zu Stichtag und ist daher eindeutig festzulegen.
Bewertungsanlass	Der Bewertungsanlass bestimmt oft die Bewertungsmethode. Mögliche Anlässe: aktienrechtlicher Anlass, steuerrechtlicher Anlass, privatrechtlicher Anlass u.v.m.
Kommunikation	Welche Bewertungsgrösse wird kommuniziert? Unternehmens- vs. Eigenkapitalwert? An wen richtet sich die Bewertung?
Dokumentation	Die sorgfältige Dokumentation der Annahmen und hergeleiteten Grössen ist unabdingbar für die Transparenz der Bewertung.
Plausibilitätscheck	Alle Daten müssen den aktuellen Kenntnisstand am Stichtag widerspiegeln, der Bewerter ist für die sorgfältige Durchführung der Bewertung verantwortlich.
Plausibilisierung der Bewertung	Durch die Anwendung von verschiedenen Verfahren auf das Bewertungsobjekt kann die Bewertung plausibilisiert werden.
Identifizierung von stillen Reserven	Identifikation und transparente Darstellung von Preisschwankungen, Ermessensspielräumen oder Schätzungsfehler.
Bewertungsmodell spezifische Bausteine	Einige Bewertungsmodelle bringen weitere spezifische «Bausteine» mit sich, welche berücksichtigt werden müssen.

Tabelle 1: Grundbausteine für eine Bewertung (in Anlehnung an www.frankfurt-main.ihk.de)



1. Benötigte Unterlagen		2. Zu erstellende Unterlagen	
Vergangenheitsdaten	Erfolgsrechnung, Bilanz, Kapitalflussrechnung, Abschreibungsplan, Investitionsplan	Investitions-Tabellen	Herausarbeitung der Investitionsintensität und Investitionszyklen
Wettbewerberdaten	Konkurrenzanalyse, Strategie, finanzielle Situation	Plan-Erfolgsrechnung	Darstellung der zukünftigen Entwicklung (Umsatz, Kosten)
Markt- und Trendanalysen (Expertenmeinungen)	Branchenberichte, Wirtschaftsprognosen, Trendanalysen	Planbilanz & Cashflow Statement	Darstellung der Entwicklung der einzelnen BI-Positionen
		weitere Parameter	u.a. Diskontierungsrate , Steuerrate, Mietpreise, Materialkosten
		Planungshorizont	bis zum «eingeschwungenen Zustand»

Tabelle 2: Benötigte Unterlagen für eine DCF-Bewertung (Praxishandbuch Unternehmenskauf, S. 77)

2. Ertragswertverfahren

Die Ertragswertmethode, ein vereinfachtes Verfahren der DCF-Methode, ist ebenfalls eine anerkannte Methode für offizielle Gutachten. Bei dieser Methode entspricht der Unternehmenswert den zukünftig nachhaltig erzielbaren Reingewinnen (Barwert der zukünftigen Überschüsse aus Ertrag und Aufwand). Sowohl Vergangenheits- als auch Zukunftswerte fließen in die Unternehmensbewertung ein, wobei verschiedene Jahre unterschiedlich stark gewichtet werden können. Der Nachteil dieser Methode liegt darin, dass hier Gewinne und keine Nettoentnahmen diskontiert werden (keine Cashflow-Fokussierung).

$$UW = \sum_{t=0}^n \frac{E_t}{(1+i)^t} + TV$$

UW = Unternehmenswert
 E_t = Ertrag in der Periode t
 t = Zeitpunkt (Periode)
 i = Diskontierungsfaktor

Bei einer Bewertung auf Equity-Ebene (Nettomethode) entspricht der Diskontierungsfaktor den Eigenkapitalkosten. Diese spiegeln die risikogerechte Verzinsung des Eigenkapitals des Unternehmens (vom Investor geforderte Rendite) wider.

3. Liquidationswert

Der Liquidationswert eines Unternehmens setzt sich stichtagsbezogen aus der Summe der einzelnen Unternehmensbestandteile (Einzelwerte) zusammen. Welcher Wert könnte also bei der Auflösung des Unternehmens und der Veräußerung aller Vermögensgegenstände erzielt werden? Die einzelnen «Wertgegenstände» (u.a. Gebäude, Maschinen, Vorräte) werden mit am Markt erzielbaren Preisen bewertet, Schulden und Liquidationskosten von den Erlösen abgezogen. Der

Liquidationswert liefert die Wertuntergrenze für die Bewertung eines Unternehmens. Sollte der Liquidationswert über den Werten der anderen Bewertungsverfahren liegen, macht eine Fortführung des Unternehmens keinen Sinn, und das Unternehmen sollte liquidiert werden.

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Gesamterlös aus dem Verkauf aller Vermögensgegenstände} - \text{Verbindlichkeiten} - \text{verpflichtende Rückstellungen} - \text{Kosten der Liquidation}$$

4. Multiplikatorverfahren

Basierend auf der Annahme, dass das zu bewertende Unternehmen einen ähnlichen Wert wie vergleichbare Unternehmen am Markt hat, liefert das Multiplikatorverfahren eine schnelle Wertindikation. Es wird angenommen, dass es Unternehmen gibt, welche dem bewertenden Unternehmen ähnlich sind und sich die Marktwerte dieser Unternehmen und die sich ergebenden Multiplikatoren auf das zu bewertende Objekt übertragen lassen:

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Bewertungsgröße} \times \text{Multiplikator}$$

Gängige Multiplikatoren sind der «Umsatz-Multiplikator» (Eigenkapital/Umsatz) oder der EBIT-Multiplikator (Eigenkapital/EBIT). Dieses Verfahren setzt voraus, dass die gesamten bewertungsrelevanten Parameter beider Unternehmen identisch und öffentlich einsehbar sind. Aufgrund der ungenauen Ergebnisse wird das Multiplikatorverfahren in Gutachten meist nur zur Plausibilisierung verwendet. Verschiedene Finanzexperten wie z.B. das Finance-Magazin (www.finance-magazin.de)

veröffentlichen auf ihren Webseiten regelmäßig Listen mit verschiedenen Multiplikatoren.

Unternehmenswert vs. Preis

Durch eine geeignete Wahl und Kombination der Methoden sowie eine detaillierte Auseinandersetzung mit den «Value Drivern» des Unternehmens und des Markts kann eine belastbare Wertindikation für die Preisverhandlung dargestellt werden. Während der Liquidationswert beweist, dass eine Fortführung des Unternehmens sinnvoll ist, unterstützt der Multiplikatorwert den DCF- und Ertragswert (et vice versa). In den Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer resultiert aus dem Unternehmenswert der Unternehmenspreis.



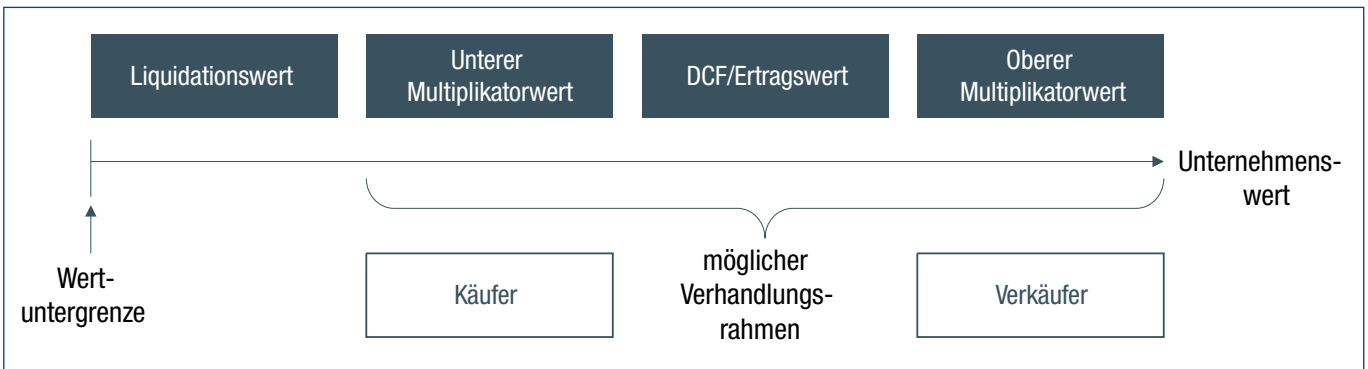


Tabelle 3: Übersicht über Bewertungsverfahren (in Anlehnung an Schmähling, 2016)

Der Wert eines Unternehmens kann objektiv ermittelt werden. Da in der Praxis jedoch auch subjektive Momente wie z.B. emotionale Werte die Preisvorstellungen enorm beeinflussen, stimmen die Vorstellungen von Käufer und Verkäufer selten überein. So kann es beispielsweise einen immensen Preisunterschied ausmachen, ob ein Unternehmen an ein Familienmitglied, internen Manager oder externen Investor verkauft wird (vgl. Tabelle 4).

Während sich der Unternehmenswert mittels verschiedener Bewertungsmethoden ermitteln lässt, so kann die Frage aus der Einleitung «nach dem Verkaufs-/Kaufpreis des Unternehmens» nicht eindeutig beantwortet werden. Um den gewünschten Wert in den Preisverhandlungen durchsetzen zu können, ist es deshalb wichtig, jeweiligen eigene Preisvorstellungen belegbar zu machen. Dabei ist man in der Regel gut beraten, frühzeitig einen unabhängigen Experten zur Unternehmensbewertung beizuziehen. Die Bewertung sollte stets im Zusammenhang mit einer strategischen Standortbestimmung betrachtet werden.

Damit können dem Käufer neben dem Unternehmenswert auch Prognosen für die Zukunft abgegeben und Wachstumschancen aufgezeigt werden (z.B. www.wachstumsnavigator.ch). Dies schafft für alle Beteiligten – sei es für die Verkäufer- oder für die Käuferschaft –

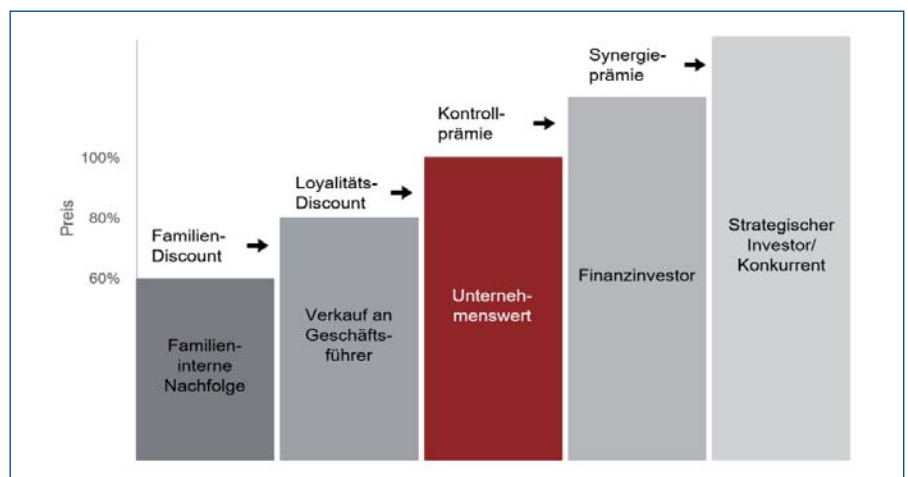


Tabelle 4: Einflussfaktoren auf den Kaufpreis (Nachfolge-Navigator®)

eine unabdingbare und transparente Vertrauensgrundlage für die Verkaufsverhandlung.

Quellen

Praxishandbuch Unternehmenskauf, Herausgeber: Torsten Bergau, 2015.

Vortrag «Unternehmensbewertung: Stellenwert, Preisfindung, Methoden, Einflussfaktoren» von Tom Schmähling, Lilienberg, 26.04.2016.

https://www.frankfurt-main.ihk.de/unternehmensfoerderung/unternehmensnachfolge/wirtschaftliche_vorbereitung/unternehmensbewertung/index.html
www.nachfolge-navigator.ch

AUTOREN



Claudius Maier, M.A. HSG, ist Business Consultant bei der Consulta AG Wirtschafts- und Unternehmensberatung.



Michel Rohrer, lic. iur., ist Associate Partner bei der Consulta AG Wirtschafts- und Unternehmensberatung.

Impressum

Verlag WEKA Business Media AG
Hermetschloostrasse 77
CH-8048 Zürich
www.weka.ch

Herausgeber Stephan Bernhard

Redaktion Petra Schmutz

Layout/Satz Dimitri Gabriel/Peter Jäggi

Publikation 10 x jährlich, Abonnement: CHF 98.– pro Jahr, Preise exkl. MWST und Versandkosten.

Bildrechte Autorenbilder: WEKA Business Media AG
Alle übrigen Bilder: www.istockphoto.com

Bestell-Nr. NL9110

ISSN 2511-4956

© WEKA Business Media AG, Zürich, 2018

Urheber- und Verlagsrechte: Alle Rechte vorbehalten, Nachdruck sowie Wiedergaben, auch auszugsweise, sind nicht gestattet. Die Definitionen, Empfehlungen und rechtlichen Informationen sind von den Autoren und vom Verlag auf ihre Korrektheit in jeder Beziehung sorgfältig recherchiert und geprüft worden. Trotz aller Sorgfalt kann eine Garantie für die Richtigkeit der Informationen nicht übernommen werden. Eine Haftung der Autoren bzw. des Verlags ist daher ausgeschlossen. Aus Platzgründen und zwecks besserer Lesbarkeit wurden meist die männlichen Formen verwendet. Die weiblichen Formen sind dabei selbstverständlich mitgemeint.