



Giorgio Meier
Lic. iur., Fachmann im FRW mit eid. Fachausweis
Eidg. dipl. Treuhandexperte, eidg. dipl. Steuerexperte
ITERA-Gruppe, Aarau und Zürich



UNTERNEHMENSBEWERTUNG VON KMU – GRUNDZÜGE, TAKTISCHES VORGEHEN, BEWERTUNGSMETHODEN UND WERTTREIBER

1. GRUNDZÜGE

Mit der Unternehmensbewertung wird ein Wert für ein Unternehmen ermittelt.

In der Betriebswirtschaftslehre ist man sich bezüglich des theoretisch richtigen Unternehmenswerts einig. Entscheidend ist dabei, dass die Frage nach dem Unternehmenswert aus der Sicht des Investors und nicht aus jener des Unternehmens erfolgt. Daraus ergibt sich, dass der theoretisch richtige Unternehmenswert der Summe aller zukünftigen auf den Bewertungsstichtag diskontierten Nettoeinnahmen des Investors entspricht.

Unter den Nettoeinnahmen des Investors sind nicht nur die Ausschüttungen, z.B. in der Form von Dividenden und die Kapitalrückzahlungen an den Investor zu verstehen, sondern auch alle anderen Geldströme zwischen der Investition und dem Investor, wie Kapitaleinzahlungen (z.B. Aktien- oder Stammkapitalerhöhungen), Verkauf von Bezugsrechten, Steuerzahlungen und –rückvergütungen, im Zusammenhang mit der Investition sich ergebende Synergien usw.

Die Schwierigkeit bei der Anwendung dieser theoretisch richtigen Unternehmensbewertungsformel liegt in der Vielfalt der Bestandteile der dem Investor in Zukunft zufließenden Nettoeinnahmen und damit in deren Ungewissheit und Unbestimmbarkeit aufgrund fehlender Informationsgrundlagen. Auf der Suche nach praktikablen Lösungen ist die Informationsschnittstelle weg vom Investor hin zum Unternehmen verschoben worden und die heute in der Praxis verwendeten Unternehmensbewertungsmethoden stellen nicht auf die Nettoeinnahmen des Investors ab, sondern arbeiten gestützt auf Daten aus dem Finanz- und Rechnungswesen des Unternehmens mit den Aktiven und Passiven und den zukünftigen Gewinnen oder Cashflows.

Können für die Unternehmensbewertung nicht die theoretisch richtigen zukünftigen Nettoeinnahmen des Investors herangezogen werden, sondern muss auf andere unternehmenswertrelevante Daten, wie die bereits erwähnten zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows abgestellt werden, ergibt sich daraus, dass es nicht möglich ist, den absolut objektiven und richtigen Unternehmenswert zu ermitteln. Diese "Unge nauigkeit" eines Unternehmenswerts wird zusätzlich verstärkt, wenn bewusst subjektive Elemente in die Unternehmensbewertung einfließen. Diese Subjektivität der Unternehmensbewertung ist hingegen gewollt, bedenkt man, dass ein Unternehmenswert nicht losgelöst – quasi übernatürlich – besteht, sondern immer in Korrelation zu verschiedenen Parteien, wie Verkäufer und Käufer, Ehegatten und Nachkommen, Erben, Beteiligten, Gesellschaftern, Steuerpflichtigen und Steuerbehörden usw. steht, die dem Unternehmen erst einen Wert beimessen: "Es gibt keine absoluten Werte, denn es sind nicht die Dinge, die uns ihren Wert auferlegen, sondern der Mensch selbst ist es, der die Werte bestimmt" (Eingangszitat eines Unbekannten bei VIEL/BREDT/RENARD, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, Zürich 1975).

2. TAKTISCHES VORGEHEN

Im Bewusstsein der Subjektivität der Unternehmensbewertung wird heute der Begriff des funktionalen Unternehmenswerts verwendet. Der Bewerter wird aufgrund des Bewertungsanlasses und der zu lösenden Aufgaben die Unterscheidungskriterien für die Unternehmensbewertung treffen. Bewertungsanlässe können Kauf, Verkauf, Erbfolge, Unternehmensnachfolge, Scheidung, Unternehmensumstrukturierungen wie Fusion, Spaltung usw. sein.



Giorgio Meier
Lic. iur., Fachmann im FRW mit eidg. Fachausweis
Eidg. dipl. Treuhandexperte, eidg. dipl. Steuerexperte
ITERA-Gruppe, Aarau und Zürich



Die Frage lautet also für den Bewerter unter Berücksichtigung des vorliegenden Bewertungsanlasses: Welches ist die Funktion (Aufgabe) der konkreten Unternehmensbewertung? Demgemäss kann der Bewerter mit der Unternehmensbewertung folgende Funktionen (Aufgaben) übernehmen:

- Vermittlungs- oder Konfliktlösungsfunktion mit dem Arbitriumwert (Schiedswert);
- Beratungsfunktion mit dem Entscheidungswert;
- Argumentationsfunktion mit dem Argumentationswert.

Die funktionale Unternehmensbewertung macht evident, dass der Bewertungsanlass und die Funktion (Aufgabe) der Unternehmensbewertung im Auftrag an den Bewerter explizit genannt sein müssen.

2.1. Arbitriumwert (Schiedswert)

Der Arbitriumwert ist ein unparteiischer (neutraler) objektivierter Schiedswert, welcher von den an der Bewertung beteiligten Parteien unbeeinflusst ist. Er basiert auf angemessenen betrieblich objektiven und erkennbaren Daten des Unternehmens. Die Interessen der an der Bewertung beteiligten Parteien werden gleichermaßen in die Bewertung miteinbezogen und es wird eine für alle vertretbare Übereinstimmung der Unternehmenswertvorstellungen gesucht. Der Arbitriumwert als objektivierter Zielwert entspricht damit dem Preis für das Unternehmen. Aus der Sicht der funktionalen Unternehmensbewertung kommt dem Arbitriumwert Vermittlungs- oder Konfliktlösungsfunktion zu.

2.2. Entscheidungswert

Der Entscheidungswert ist ein subjektiver Wert und der Bewerter hat den Auftrag, im Interesse seiner Partei zu handeln und den Unternehmenswert danach zu optimieren. Der Entscheidungswert wird in aller Regel der anderen Partei nicht bekanntgegeben. Der Entscheidungswert weicht als interner subjektiver Zielwert der einzelnen Parteien praktisch immer vom letztendlich bestimmten Preis für das Unternehmen ab. Aus der Sicht der funktionalen Unternehmensbewertung ist die Aufgabe des Entscheidungswerts, die Verhandlungsparteien mit entsprechenden Wertgrundlagen zu versorgen, um eine möglichst rationale Entscheidung treffen zu können. Der Entscheidungswert stellt für den Verkäufer des Unternehmens die Preisuntergrenze und für den Käufer die Preisobergrenze dar.

2.3. Argumentationswert

Der Argumentationswert ist ein parteiischer Wert und dient der aktiven Beeinflussung der Preisverhandlungen. Er erfordert die Kenntnis des eigenen Entscheidungswerts und wird, ergänzt um subjektive Darlegungen und Ausführungen zur eigenen Wertstützung, der Gegenpartei als Argumentations- und Beeinflussungsmittel offen gelegt. Er dient der Untermauerung eigener und der Entkräftung gegnerischer Verhandlungsangebote. Der Argumentationswert unterscheidet sich vom Entscheidungswert durch die Veränderung einzelner Werttreiber wie Umsatz, Aufwand, Investitionen, Reingewinn, Kapitalisierungszinssatz, betriebliche und nichtbetriebliche Vermögen. Gute Hilfe mit anschaulichen Ergebnissen leistet hier die Sensitivitätsanalyse.

Sind Bewertungsanlass und Funktion der konkreten Unternehmensbewertung bestimmt, geht es darum, die zur Anwendung gelangende Bewertungsmethode zu bestimmen.



Giorgio Meier
Lic. iur., Fachmann im FRW mit eidg. Fachausweis
Eidg. dipl. Treuhandexperte, eidg. dipl. Steuerexperte
ITERA-Gruppe, Aarau und Zürich



3. BEWERTUNGSMETHODEN

In der Lehre und Praxis begegnet man der Unvollkommenheit der Informationen mit einer Fülle unterschiedlicher Bewertungsmethoden. Anschliessend sind die in der Schweiz am häufigsten vertretenen Bewertungsmethoden kurz dargestellt. Es sind dies:

- Praktiker- bzw. Mittelwertmethode;
- Reine Ertragswertmethode;
- Discounted Cashflow-Methode (DCF-Methode).

3.1. Praktiker- bzw. Mittelwertmethode

Bei der Praktiker- bzw. Mittelwertmethode wird – wie es der Name bereits sagt – aus den beiden Elementen Ertragswert und Substanzwert ein gewogenes arithmetisches Mittel, z.B. zweimal Ertragswert und einmal Substanzwert, errechnet, das den Unternehmenswert bildet. Für den Ertragswert s. unten 3.2. Reine Ertragswertmethode. Der Substanzwert entspricht dem Eigenkapital gemäss Handelsbilanz am Bewertungsstichtag, zuzüglich die stillen Reserven, abzüglich die latent-bedingten Steuern auf den stillen Reserven. Die Mittelwertmethode ist in der Lehre auf starke Kritik gestossen und wird von ihr kaum mehr vertreten. In der Praxis wird sie hingegen gerade für die Bewertung von KMU vermutlich immer noch am häufigsten eingesetzt. Die Eidg. Steuerverwaltung verwendet die gewogene Mittelwertmethode für die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer. Das Bundesgericht betrachtet die Mittelwertmethode als die richtige für die Ermittlung des sog. wirklichen Werts (BGE 120 II 259; BGE 4C.363/2000 vom 3. April 2001). Die Vorteile dieser Methode sind ihre Einfachheit in der Anwendung, ihre Nachvollziehbarkeit auch für Nichtfachpersonen und ihre weite Verbreitung.

3.2. Reine Ertragswertmethode

In der Lehre stehen die Ertragswertmethoden heute im Vordergrund und auch die Praxis bedient sich ihrer immer häufiger, insbesondere auch für die Bewertung von KMU. Die reine Ertragswertmethode basiert allein auf dem Ertragswert, welcher sich durch Kapitalisierung des nachhaltig erzielbaren Zukunftsgewinns, also der Differenz zwischen Ertrag und Aufwand, auf den Bewertungsstichtag errechnet. Die betriebliche Nettosubstanz wird hingegen nicht vernachlässigt, sondern stellt einen Bestandteil des Betriebsgewinns dar. Die nichtbetriebliche Substanz muss zum Ertragswert addiert werden. Die Vorteile dieser Methode sind ihre Einfachheit in der Anwendung, ihr logischer und theoretisch richtiger Ansatz aus der Sicht der renditeorientierten Bewertung. Nachteilig wirkt sich ihre Undifferenziertheit bezüglich der Zukunftsgewinne aus.

3.2. Discounted Cashflow-Methode (DCF-Methode)

Die Discounted Cashflow-Methode ist eine Variante der ertragsbezogenen Bewertungsmethoden und gilt als ausgesprochen zukunftsorientiert. Bei dieser Methode wird der Unternehmenswert als Barwert zukünftiger Free Cashflows bestimmt. Dabei werden für die prognostizierbaren ersten drei bis fünf Jahre die effektiven Free Cashflows detailliert ermittelt und diskontiert. Für die Jahre nach diesem Planungshorizont wird durch Kapitalisierung eines nachhaltig erzielbaren Free Cashflows ein Residualwert ermittelt und auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert. Der Free Cashflow errechnet sich, indem vom Cashflow aus Betriebstätigkeit der Saldo der Investitionen und Desinvestitionen abgezogen wird. Die Vorteile dieser Methode sind, dass sie sehr einleuchtend, breit einsetzbar und ausgesprochen zukunftsorientiert ist. Zudem wird mit der DCF-Methode die Investitionspolitik des Unternehmens besser erfasst.

Bei konsistent verwendetem Datenmaterial führen die ertragsbezogenen Bewertungsmethoden, wie die reine Ertragswertmethode und die DCF-Methode, zu identischen Unternehmenswerten. Der Unterneh-



Giorgio Meier
Lic. iur., Fachmann im FRW mit eidg. Fachausweis
Eidg. dipl. Treuhandexperte, eidg. dipl. Steuerexperte
ITERA-Gruppe, Aarau und Zürich



menswert bei der Praktiker- bzw. Mittelwertmethode weicht hingegen von demjenigen der ertragsbezogenen Bewertungsmethoden ab, weil in der Bewertungsformel neben dem Ertragswert auch der Substanzwert berücksichtigt wird. Rechnet die Praktiker- bzw. Mittelwertmethode beispielsweise mit zweimal Ertragswert und einmal Substanzwert, fällt der Unternehmenswert gegenüber demjenigen der ertragsbezogenen Bewertungsmethoden im Umfang von einem Drittel der Differenz von Ertragswert zu Substanzwert tiefer aus, sofern der Substanzwert unter dem Ertragswert liegt und umgekehrt.

4. WERTTREIBER

Was beeinflusst die Höhe des Unternehmenswerts? Es sind dies die sog. Werttreiber (Value Drivers). Werttreiber sind alle Faktoren, welche die Höhe des Unternehmenswerts zu beeinflussen vermögen, womit sich eine grosse Zahl von Variablen aufzählt. Systematisiert dargestellt sind es insbesondere folgende (angelehnt an CARL HELBLING, Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998):

- Operative Werttreiber: Umsatz, direkter Aufwand, Bruttogewinnmarge, Steueraufwand, Betriebsaufwand, Umsatzrendite.
- Investitions-Werttreiber: Investitionen und Desinvestitionen je in Umlaufvermögen, Anlagevermögen und nichtbetriebliches Vermögen.
- Finanzielle Werttreiber: Fremdkapitalkosten (Fremdkapitalkostensatz), Eigenkapitalkosten (Eigenkapitalkostensatz) und im Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital die Gesamtkapitalkosten (Gesamtkapitalkostensatz oder WACC Weighted Average Cost of Capital).

Wie wirken diese Werttreiber? Steigen beispielsweise der Umsatz, die Bruttogewinnmarge und die Umsatzrendite, erhöht dies den Unternehmenswert und umgekehrt. Steigen andererseits der direkte Aufwand, der Steuer- und Betriebsaufwand, führt dies zu einem tieferen Unternehmenswert und umgekehrt. Besondere Aufmerksamkeit gebührt den Kapitalkostensätzen wegen ihrer Hebelwirkung bei der Diskontierung und Kapitalisierung der erzielbaren Gewinne bzw. Cashflows. Sinkt beispielsweise der Werttreiber Eigenkapitalkostensatz, weil die Konstellation des Geschäfts- oder Finanzierungsrisikos oder beider Risiken zusammen günstig ist, erhöht dies den Unternehmenswert und umgekehrt.

Gute Werttreiber sind letztendlich nur der finanzielle Ausdruck für die Attraktivität eines Unternehmens. Es gilt: Je attraktiver das "Objekt der Begierde" ist, desto höher ist sein Wert. Elemente der Attraktivität eines Unternehmens sind vor allem eine gute Kundenstruktur, fachlich gut ausgebildetes Personal, moderne Produkte mit einem entsprechenden Verkaufspotential, erfolgversprechende Finanzaufstellungen in den Bereichen Liquidität, Eigenkapital und Rentabilität, eine sinnvolle Aufbau- und Ablauforganisation und effiziente moderne Sachmittel.

Am Schluss noch ein Tipp für die Optimierung des Unternehmenswerts im Rahmen der Unternehmensnachfolge: Der Übergeber soll das Unternehmen, ggf. unter Miteinbezug des Übernehmers, bis zuletzt fördern und darf sein Engagement in der Nachfolgephase keinesfalls vor der definitiven Übergabe abbauen.