

## Inhaltsverzeichnis

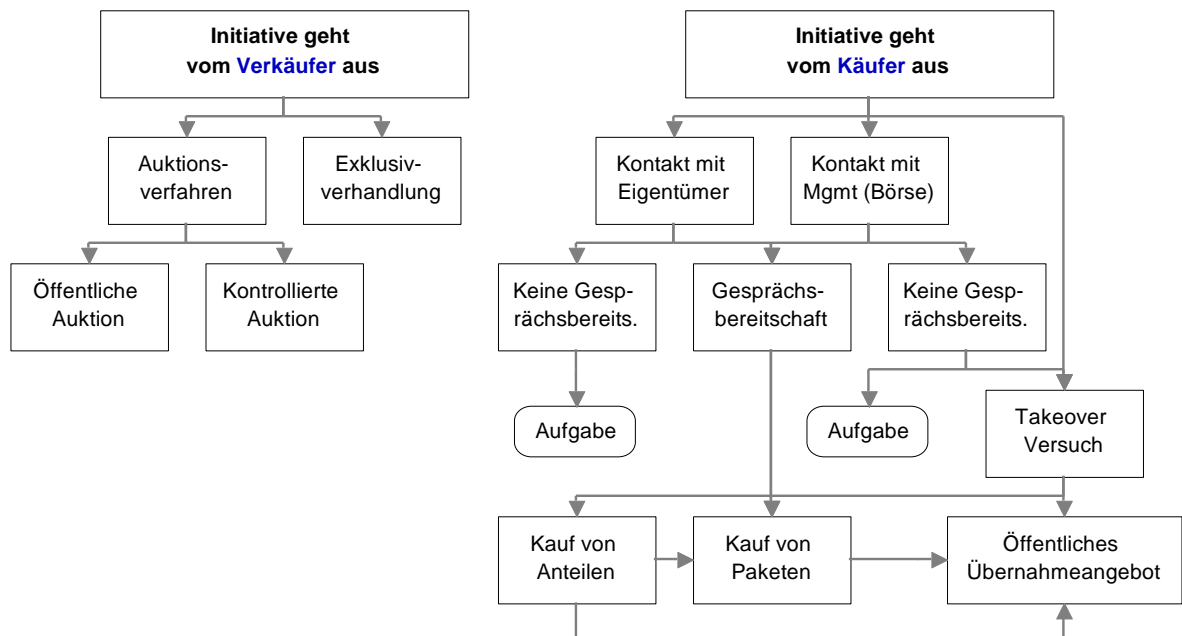
<b>1</b>	<b>Ausgangslage</b>	<b>2</b>
1.1	Transaktionsmechanismen	2
<b>2</b>	<b>Unternehmensbewertung - Sichtweise</b>	<b>3</b>
2.1	Graubereiche bei Bewertungen	3
2.2	Die unsichtbaren Wertvernichter	4
<b>3</b>	<b>Unternehmensanalyse</b>	<b>5</b>
3.1	Due Diligence	6
3.2	Harte Faktoren	6
3.3	Weiche Faktoren	6
<b>4</b>	<b>Methoden Unternehmensbewertung</b>	<b>7</b>
4.1	Bewertung nach der DCF Methode	7
4.2	Bewertung nach der Ertragswert Methode	8
4.3	Bewertung nach der Substanz	10
4.4	Praktikermethode (Schweizer Modell)	10
4.5	EBIT/EBITDA-Multiple	11
4.6	Liquidationswert	11
4.7	Faustformeln zur Unternehmensbewertung	12



# 1 Ausgangslage

Unternehmensbewertungen sind in verschiedenen Fasen eines Unternehmens notwendig. Meist handelt es sich dabei um entscheidende Situationen, in denen es sich grossen Chancen, aber auch grossen Risiken gegenüber sieht.

## 1.1 Transaktionsmechanismen



Bei der Bewertung von Firmen oder Firmenteilen überlassen die Käufer wie auch die Verkäufer nichts dem Zufall. Als verwendete Methode nennen die Firmenvertreter (Quelle: KPMG-Studie) von Unternehmen mit M&A-Erfahrung folgende:

DCF/Ertragswertmethode:	69%
Praktikermethode:	39%
Multiples:	28%
Comparable Transactions:	20%
Economic Value Added: (EVA®):	19%

Weitere Methoden gelangen nur in seltenen Fällen zum Einsatz. Mehr als die Hälfte der Unternehmen wendet mehrere Methoden an. Am häufigsten ist eine Kombination aus Discounted Cash Flow- und Praktikermethode. Letztere dient vornehmlich der Plausibilisierung des Ergebnisses. Demgegenüber fallen Substanzwertberechnungen praktisch ganz aus den Rängen.



## 2 Unternehmensbewertung - Sichtweise

---

Autor Kapitel 2: Paul Stämpfli, [www.nachfolgepool.ch](http://www.nachfolgepool.ch)

### 2.1 Graubereiche bei Bewertungen

---

Bewertungen entsprechen oft mehr dem Wunsch nach einem hohen Verkaufspreis als der Realität. Verschiedenste Missverständnisse schleichen sich darin ein, welche wir hier kurz thematisieren. Wenn Sie Fragen dazu haben, rufen Sie uns an. Wir freuen uns auf Ihren Kontakt.

Über Bewertungsmethoden wird viel publiziert. Wie die Inhalte dafür aber festzulegen sind, ist dem freien Markt überlassen. Es ist nicht verboten, die Preislatte sehr hoch anzusetzen. Es könnte ja sein, dass sich der Weltmeister im Hochsprung für das betreffende Unternehmen interessiert. Wenn nicht, muss man einen Athleten finden, der eher in der Regionalliga seinen Meister stellt.

Mit folgenden Punkten sind wir oft konfrontiert, wenn uns Bewertungsgutachten vorgelegt werden.

- Erhöhung der Finanzergebnisse durch Glättung der Kosten und die Vornahme möglicher Ertragserhöhungen.
- Verharmlosung von Risiken (Beispiel: der Umsatzanteil eines Kunden von 30% ohne vertragliche Bindung soll kein Risiko sein!).
- Das Unternehmen habe hohe Potenziale, welche der Nachfolger problemlos erschliessen könne (Frage: weshalb hat der bisherige Inhaber das nicht selber schon gemacht?).
- Berechnung der stillen Reserven auf Immobilien mit zu tiefen Zinssätzen (für Gewerbeimmobilien sollte mit 7.5 – 8.0% gerechnet werden. Unter 6% ist deutlich zu tief).
- Rechnerische Aufwertung der Immobilien, ohne gleichzeitig der Erfolgsrechnung die kalkulatorischen Mietkosten auf dieser Basis zu belasten.
- Gewinnkapitalisierung mit Zinssätzen unter 10%. Solche Ansätze sind im Markt meist schwer zu realisieren. 12 – 18% sind je nach Branche und Risikoprofil realistisch.



## 2.2 Die unsichtbaren Wertvernichter

---

Die Verschwendung von Ressourcen verläuft oft unbemerkt entlang der Prozesse. Zu hohe Lagerbestände verschwenden Geld für Lagerflächen und Zinsen. Die mangelhafte Ausbildung von Mitarbeitenden verursacht Qualitätsprobleme und verschwendet Material- und Personalkosten. Wartezeiten und interne Transportwege von Produkten verlängern die Lieferzeiten und verschwenden Liquidität, welche das Unternehmen über Kredite zu finanzieren hat. Eine bürokratische Unternehmenskultur mit „Kästchendenken“ verschwendet Geld durch Doppelspurigkeiten, die Verzögerung oder den Verlust von Aufträgen. Der unachtsame Umgang mit Energie verschwendet ökologische Ressourcen mit Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung, aber auch Umwelt und Klima. Der Beispiele wären noch viele.

Die Verschwendung drückt auf die Ertragslage und somit auf den realisierbaren Verkaufspreis. Die meisten Unternehmen müssen nicht in erster Linie mehr Umsatz machen, um höhere Gewinne zu erzielen. Sie sollten eher ihre Prozesse so strukturieren, damit diese mit dem Umsatz in Einklang stehen.

Für den Nachfolger bietet sich die Chance, die Ertragssituation durch effizienteres Arbeiten schnell und nachhaltig zu verbessern. Der Gewinn daraus gehört ihm und wird nur in Ausnahmefällen dem Verkäufer honoriert.



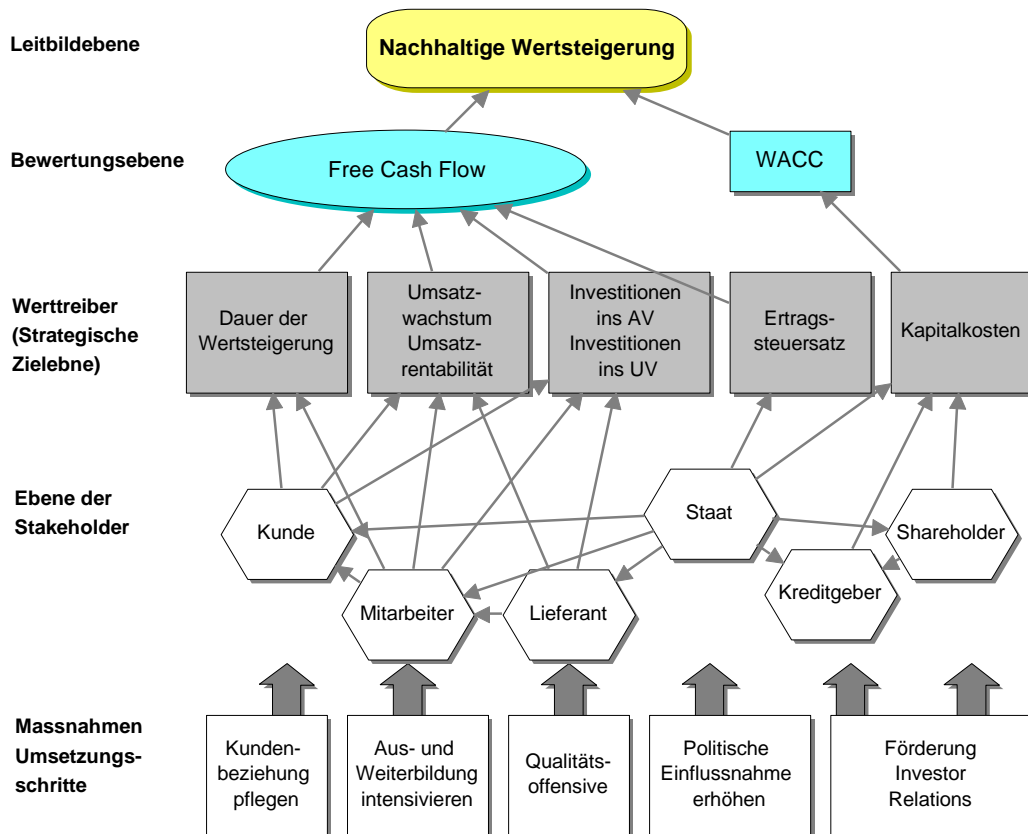
### 3 Unternehmensanalyse

Eine Analyse wird bei der Unternehmensbewertung beigezogen, damit Käufer wie auch Verkäufer einen fundierten Überblick über das Unternehmen bekommen.

Die Unternehmensanalyse dient für:

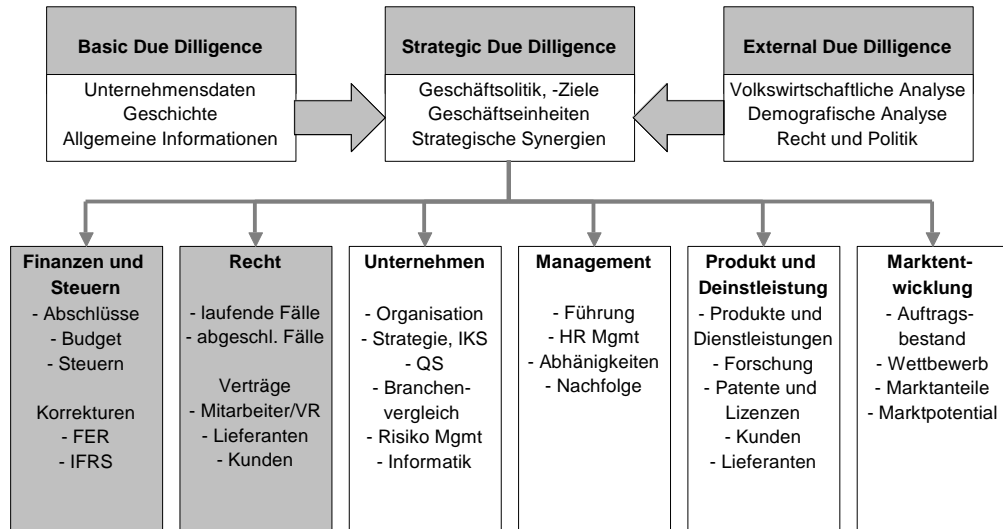
- Wertsteigernde Massnahmen vor dem Unternehmensverkauf
- Risikoabschätzung und daraus resultierende Zu-/Abschläge bei der Unternehmensbewertung
- Argumentationskriterien für Verkäufer/Käufer

In der Unternehmensanalyse, auch Due Dilligence genannt, werden sowohl die harten Faktoren wie auch die weichen Faktoren bewertet.



Quelle veb.ch

### 3.1 Due Dilligence



### 3.2 Harte Faktoren

Die quantitativen Faktoren sind die Basis für die Unternehmensbewertung und beziehen sich auf der revidierten Jahresrechnung. Falls man eine Bewertung in die Zukunft erstellen möchte, werden die Budgetzahlen beigezogen.

Die Kennzahlen werden nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten und mit dem Branchenmittel gewichtet.

Zudem werden die Synergiepotentiale in die Bewertung einbezogen, indem man die Werteketten darstellt und die einzelnen Positionen quantifiziert.

### 3.3 Weiche Faktoren

Die weichen Faktoren bewerten eine Firma wie sie organisiert ist und wie ihre Produkte im Markt positioniert sind.

Das Resultat der weichen Faktoren ergibt einen Korrekturwert in Prozenten, basierend auf dem Rating der harten Faktoren.

## 4 Methoden Unternehmensbewertung

### 4.1 Bewertung nach der DCF Methode

In der DCF Methode ist ein Unternehmenswert so viel wert, wie es in Zukunft an Cash generieren kann – das in Form von Free Cash Flow, der für das eigenfinanzierte Wachstum oder für die Ausschüttung an die Eigentümer benutzt werden kann.

Als erster Schritt wird auch hier eine Unternehmensanalyse erstellt, welche Chancen und Risiken detailliert aufzeigen.

Basierend darauf werden folgende Werte festgehalten:

**r** = Abzinsungssatz "WACC"

**CF** = Free Cash Flow

**RV** = Residualwert für die Berechnung „Residual Value“

**n** = Lebensdauer des Unternehmens

#### Berechnung Gesamtkapitalkostensatz "WACC"

Verzinsliches Fremdkapital	750		
Eigenkapital	500		
		Faktor	Gewichtet
Kapitalmarktzins nach Steuern	4.00%	60.00%	2.40%
Eigenkapitalkostensatz	12.50%	40.00%	5.00%
<b>Gesamtkapitalkostensatz "WACC"</b>			<b>7.40%</b>

#### Berechnung Unternehmenswert

		Abzinsung gemäss WACC	Barwert
Free Cash Flow Jahr 1	140	0.9311	130
Free Cash Flow Jahr 2	160	0.8669	139
Free Cash Flow Jahr 3	80	0.8072	65
Free Cash Flow Jahr 4	60	0.7516	45
Free Cash Flow Jahr 5	160	0.6998	112
Residualwert	1'622	0.6998	1'135
<b>Unternehmenswert Brutto</b>			<b>1'626</b>
- Verzinsliches Fremdkapitals			-750

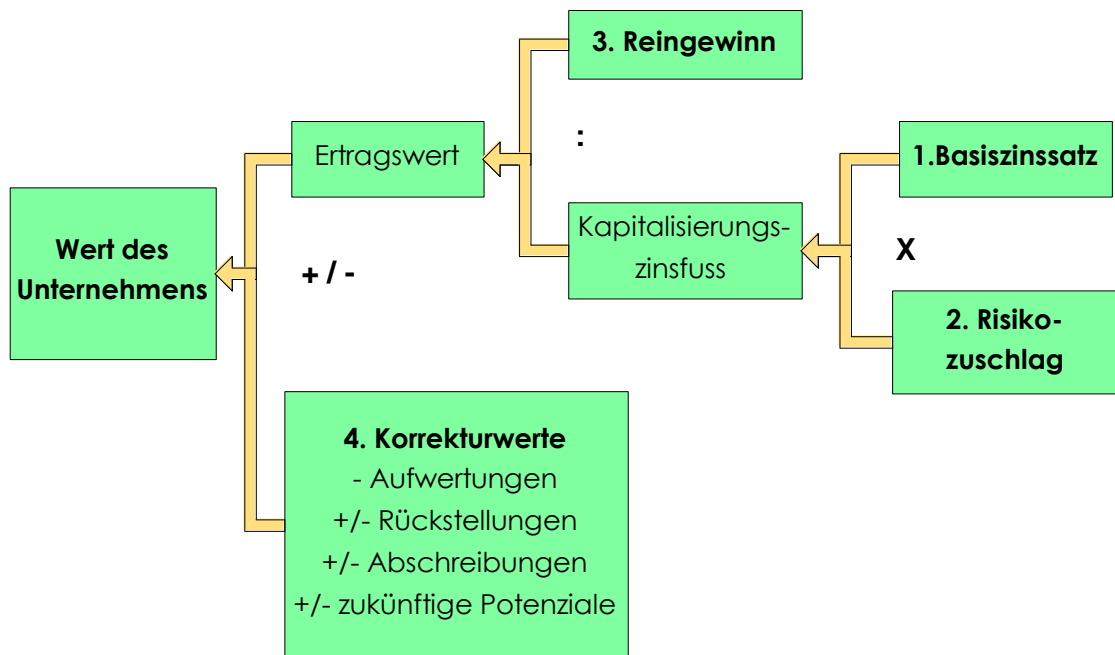
**DCF / Unternehmensbewertung 876**

## 4.2 Bewertung nach der Ertragswert Methode

Die Bewertung der Unternehmen erfolgt meist auf der Basis des zukünftig erwarteten Cash Flow, dem zu erwartenden Kapitalfluss. Im Preis zusätzlich berücksichtigt werden Korrekturen bei den Abschreibungen oder Rückstellungen, Wie auch zukünftige Potentiale (Produkte / Synergien/etc.) oder Kosten (Steuern / Integrationskosten / etc.).

**Als Basis der Unternehmensbewertung stehen:**

1. Basiszinssatz
2. Risikozuschlag gemäss Due Diligence oder Basel 2 Rating
3. Unternehmensgewinn (Vergangenheit oder Zukunft)
4. Korrekturwerte





## 4.2.1 Bewertung Ertragswert

Der KMURatgeber.ch hat ein faires Bewertungsverfahren entwickelt, welches auf der Ertragswertmethode und dem Firmenrating nach Basel 2 basiert.

Im Expertensystem können die revidierten Jahresrechnungen wie auch die Budgetzahlen erfasst werden. Das Ergebnis wird kombiniert mit einer Due Dilligence Bewertung in den folgenden Bereichen:

- Unternehmen
- Management
- Produkt und Dienstleistungen
- Marktentwicklung

### Ertragswert Berechnungsmodell

	2012	2013	2014
Gewichtung	20%	30%	50%
Reingewinn	58'750	55'540	77'800
<b>Korrekturwerte</b>			
- Aufwertungen	-20'000		
+/- Abschreibungen		5'000	
+/- langfristige Rückstellungen		-10'000	
+/- Zukünftige Potenziale			50'000
<b>Gewinne nach Korrektur</b>	<b>38'750</b>	<b>50'540</b>	<b>127'800</b>
<b>Gewichteter Gewinn</b>			<b>86'812</b>
<b>Basiszinssatz (Kapitalisierung)</b>		<b>9.25%</b>	938'508
<b>Risikozu-/abschlag z.B. Rating=BBB</b>		90.00%	-93'851
<b>Ertragswert nach Ratingkorrektur</b>			<b>844'657</b>

### 4.3 Bewertung nach der Substanz

Das Substanzwertverfahren ermittelt die Kosten, wenn man den Betrieb neu aufbauen müsste. Früher wurde meist dieser Wert bei der Unternehmensbewertung beigezogen.

	Aktiven	Passiven
<b>Umlaufvermögen</b>		
Debitoren	458'000	
Warenlager	55'000	
<b>Anlagevermögen</b>		
Zeitwert der Anlagen	1'580'000	
Zeitwert der Patente und Lizenzen	550'000	
<b>Fremdkapital</b>		
Kurzfristiges Fremdkapital		248'000
Langfristiges Fremdkapital		1'400'000
<b>Total</b>	<b>2'643'000</b>	<b>1'648'000</b>
<b>Substanzwert</b>		<b>995'000</b>

### 4.4 Praktikermethode (Schweizer Modell)

In der Praktikermethode versucht man aus den unterschiedlichen Ergebnissen aus Ertrags- und Substanzwertverfahren einen Mittelwert zu bilden, indem man die Werte gewichtet und addiert.

Schweizer Modell				
Ertragswert			Gewicht	Wert
2 x Ertragswert	750'000		66.6%	499'500
<b>Substanzwert</b>				
1 x Substanzwert	995'000		33.3%	331'335
<b>Wert nach der Praktikermethode</b>				<b>830'835</b>

## 4.5 EBIT/EBITDA-Multiple

Beim EBIT/EBITDA-Multiple handelt es sich um eine vereinfachte und doch wirkungsvolle Unternehmensbewertung für KMU. Dabei wird ein vielfaches das EBIT oder EBITDA genommen, um den Wert des Unternehmens zu bestimmen.

Durchschnittswert der letzten 3 Jahre		EBIT 50'000	EBITDA 75'000
<b>Faktor</b>			
<b>3</b>	Multiple Wert		225'000
<b>4</b>	Multiple Wert	200'000	300'000
<b>5</b>	Multiple Wert	250'000	375'000
<b>6</b>	Multiple Wert	300'000	450'000
<b>7</b>	Multiple Wert	350'000	525'000

## 4.6 Liquidationswert

Beim Liquidationswert wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen aufgegeben wird.

Jetzt wird geschätzt, welche Verkaufserlöse die Aktiven erzielen könnten, wenn sie einzeln verkauft werden. Die Summe dieser geschätzten Verkaufserlöse werden mit dem Fremdkapital verrechnet und das Ergebnis bildet den Liquidationswert.

Umlaufvermögen	Aktiven	Passiven
Debitoren	458'000	
Warenlager	55'000	
<b>Anlagevermögen</b>		
Liquidationswert der Anlagen	600'000	
Liquidationstwert Patente/Lizenzen	750'000	
<b>Fremdkapital</b>		
Kurzfristiges Fremdkapital		248'000
Langfristiges Fremdkapital		1'400'000
<b>Total</b>	<b>1'863'000</b>	<b>1'648'000</b>
<b>Liquidationswert</b>		<b>215'000</b>

## 4.7 Faustformeln zur Unternehmensbewertung

Branche	Angewandtes Verfahren
Pay TV (USA)	Zahl der Anschlüsse * 2'000 US\$
Bierlieferungsrechte (Deutschland)	Hektoliterabsatz während der Restlaufzeit * 30 DM/hl
Motels (USA)	14'000 bis 17'000 US-\$ pro Raum
Tankstellen (USA)	1'000 US-\$ für 10'000 Gallonen verkauften Benzin pro Monat (im Durchschnitt)
Kindergärten (USA)	600 bis 900 US-\$ pro betreutem Kind
Krankenhäuser (Australien)	80'000 A\$ pro Bett
Bewachungsdienst (Deutschland)	Umsätze der letzten 9 Monate
Versicherungen (Deutschland)	Prämieneinnahmen des letzten Jahres
Softwareunternehmen (Deutschland)	Summe der Jahresgehälter der Mitarbeiter
Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen (Deutschland)	100 – 150% des Jahresumsatzes
Arztpraxen (Deutschland)	Ein Drittel des durchschnittlichen Umsatzes der letzten drei Jahre, abzüglich eines Jahresgehaltes eines vergleichbaren angestellten Arztes
Restaurant (USA)	Wiederbeschaffungskosten der Einrichtung und der Lebensmittel zuzüglich einem Halbjahresgewinn
Franchise Geschäft mit Gebietschutz (USA)	Kosten des Inventars zuzüglich einem Jahresgewinn
Mineralölhandel (Deutschland)	15 – 30 EURO je abgesetztem m <sup>3</sup> oder ein Jahresrohertrag

Quelle: Behringer; Unternehmensbewertung der KMU

