

Unternehmensbewertung / Finanzen

Die Bewertung des Unternehmens soll Eckdaten für die Findung des Kaufpreises geben. Dabei gilt es insbesondere bei der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen auf die individuellen Umstände zu achten und bei der Bewertung zu berücksichtigen. Da die Aktien des vorliegenden Betriebes nicht an der Börse notiert sind, müssen andere Faktoren für eine gerechte und faire Kaufpreisfindung erbracht werden. Hier ist sowohl die vergangene (Verkäufer) als auch die zukünftige (Käufer) Unternehmensentwicklung entscheidend.

Um dem aussenstehenden Betrachter eine mehrdimensionale Sichtweise zu ermöglichen, werden in der beiliegenden betriebswirtschaftlichen Auswertung mehrere Verfahren gleichzeitig für die Bewertung des Unternehmens angewendet:

1. *Mittelwertverfahren* [beinhaltet den Substanzwert (1x) und den Ertragswert (2x) eines Unternehmens]
2. EBIT-Multiple
EBITDA-Multiple
3. DCF-Methode mit zukünftigen Free Cashflows
4. DCF-Methode mit zukünftigen EBITDA

Grundsätzlich wird bei einer fairen Kaufpreisberechnung davon ausgegangen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Vergangenheit mit besonderen Tatbeständen, die der gesetzliche Rahmen bietet, dafür zu sorgen, dass der Gewinn minimiert wird, um so die

Steuerlast zu minimieren. Um nun die tatsächliche reale wirtschaftliche und finanzielle Leistung transparent zu machen, müssen die Ergebnisse der Vergangenheit um die Faktoren bereinigt werden, die zum einen ausschliesslich der Steueroptimierung dienen (z. B. überhöhte Abschreibung auf das Anlagevermögen oder die Auszahlung eines überdurchschnittlichen, nicht marktgerechten Geschäftsführersalärs an den oder die Inhaber zur verdeckten Gewinnausschüttung), zum anderen Tatbestände, die nicht betriebsnotwendig sind (z. B. Salär an die Frau des Inhabers, die nicht operativ im Betrieb tätig ist oder verrechnete Kosten die den Privatbereich des Inhabers betreffen, z. B. Kauf oder Instandhaltung von nichtbetriebsnotwendigen Immobilien).

Somit wird in der hier im Anhang befindlichen betriebswirtschaftlichen Analyse (BWA) die Unternehmenssituation transparent dargestellt, wie sie auch für einen potenziellen Käufer von Interesse sein muss. Wichtig sind die drei Ebenen Vermögen, Ertrag und Liquidität des zum Verkauf stehenden Betriebes. Sie sind letztlich ausschlaggebend für einen fairen Kaufpreis der Gesellschaft. Diese Tatsache spiegelt sich vor allem in einem gesunden Verhältnis von Substanz und Ertrag wider. Dieses Verhältnis ist auch dann zu berücksichtigen, wenn ein Unternehmen nur über einen sehr geringen Substanzwert verfügt, wie es in der Regel bei Dienstleistungs- oder Handelsunternehmen der Fall ist. Der niedrige Substanzwert muss auch dann in die Kaufpreisberechnung mit einfließen.

Substanzwert

Der Substanzwert entspricht dem Kapitalbetrag, der aufgewendet werden müsste, um den Betrieb als Ganzes in der am Bewertungsstichtag bestehenden Qualität zu rekonstruieren. Der Substanzwert wird somit nicht vom Anschaffungswert, sondern vom Wiederbeschaffungswert, abzüglich der tatsächlichen Alters- und Gebrauchsentwertung bestimmt. Die Unternehmense substanz ist unter der Voraussetzung zu bewerten, dass der Betrieb weiter geführt wird („Going-Concern-Methode“).

Diese realen Werte führen für den Käufer zu einem realistischen Abschreibungsbedürfnis in der Zukunft, das die Gewinne entsprechend reduziert.

So berechnet sich der Substanzwert indem man von dem um die stillen Reserven bereinigten Anlage- und Umlaufvermögen (Aktiven) die

Schulden subtrahiert. Zusätzlich werden die latenten Steuern abgezogen und man erhält so den (Netto-) Substanzwert.

Die latenten Steuern werden berechnet, indem man die Differenz zwischen Substanzwert und Bilanzstatus berücksichtigt. Ausschlaggebend ist der individuelle Gewinnsteuersatz, der sich auf die o. a. Bewertungsdifferenz bezieht. Bei der Berechnung der latenten Steuern geht man in der Regel vom halben Gewinnsteuersatz aus, da die Fälligkeit der latenten Steuern irgendwann in der Zukunft liegt.

Aus dem Substanzwert resultieren dann die tatsächlich notwendigen Abschreibungen, die dann wiederum die zukünftigen Gewinne beeinflussen. Diese spielen dann für die Berechnung des Ertragswertes des Betriebes eine gewichtige Rolle.

Ertragswert

Der für eine Unternehmung massgebliche Ertragswert ist immer ein Zukunftsertragswert. Der Ertrag leitet sich aus den zukünftig anfallenden Gewinnen bzw. Überschüssen des Betriebes ab. Als Grundlage für eine solche Schätzung dienen zumeist jedoch Erfolgsrechnungen aus der Vergangenheit, verbunden mit einer Analyse der zukünftigen Ertragsentwicklung.

Um eine „unternehmensneutrale“ Ertragsbetrachtung zu gewähren, werden die Daten der Jahresabschlüsse (Bilanzen, Ertragsrechnungen) um die nichtbetriebsnotwendigen Zahlen bereinigt.

Dazu zählen beispielsweise Tatbestände, die ausschliesslich der Steueroptimierung des Betriebsergebnisses dienen sollen.

Je nach Problemstellung kommen unterschiedliche Detaillierungsgrade zum Tragen. Bei der einfachen Herleitung des Ertragswertes werden die zukünftigen Umsatz-, Kosten- und Gewinnstrukturen konstant gesetzt. Bei der detaillierten Ertragswertberechnung, wie es in der beigefügten betriebswirtschaftlichen Analyse der Fall ist, werden zukünftige Gewinne projiziert und auf das heutige Datum des Verkaufs abdiskontiert.

Beide Ansätze – Substanzwert- und Ertragswertansatz – nehmen eine Bewertung des Eigenkapitals vor (= equity approach).

Mittelwertverfahren

Um aus diesen beiden Werten nun einen Kaufpreis abzuleiten, werden diese beiden Werte gewichtet, was insbesondere dann einen Sinn macht, wenn der Substanzwert stark vom Ertragswert abweicht. Für den Käufer ist zum einen der aktuelle Wert der realen Gegenstände entscheidend, die er mit dem Ge-

schäft erwirbt. Etwas bedeutender ist jedoch der Wert des Geschäftsmodells, das die zukünftigen Erträge erwirtschaftet. Diese Erträge sind die Basis für ein nachhaltiges Finanzierungskonzept, das die Amortisation des Kaufpreises und die Verzinsung des eingesetzten Kapitals zum Ziel hat.

Discounted Cashflow Verfahren (DCF-Ansatz)

Der Cashflow (CF) bzw. Free Cashflow (FCF) eines Unternehmens stellt die Kennzahl dar, die die finanzielle Kraft der wirtschaftlichen Tätigkeit beschreibt. Der jährliche Cashflow ist der Betrag, der übrigbleibt, wenn alle auszahlungsrelevanten von einzahlungsrelevanten Positionen abgezogen werden. Bei der Ermittlung des Free Cashflow werden noch die jährlichen Investitionen abgezogen. So erhält man

den Betrag, den der Betrieb jährlich erwirtschaftet und der maximal zur Finanzierung des Kaufpreises herangezogen werden kann.

Für die Unternehmensbewertung nach DCF-Methode werden die zukünftigen CF bzw. FCF errechnet und mit einem Zinssatz, dem Weighted Average of Capital Costs (WACC), auf den heutigen Tag abgezinst.

Kapitalisierungszinssatz / WACC

Der Kapitalisierungszinssatz (Kalkulationszinssatz) kommt bei der Ertragswertberechnung zur Anwendung und entspricht dem geforderten Gewinn in Prozent auf dem investierten Gesamtkapital. Der Kapitalisierungszinssatz hat die folgenden Aufgaben: Diskontierung und Abgeltung des allgemeinen und speziellen Risikos.

Ein etwas anderer Ansatz bietet die Anwendung des WACC (Weighted Average of Capital Costs) in den Ansätzen der DCF-Berechnungen. Die Abzinsung des WACC berücksichtigt die Kosten für Eigen- und Fremdkapital vor dem Hintergrund der Kapital-

struktur (Verhältnis Eigen- und Fremdkapital) der zu veräußernden Gesellschaft. Die folgende Modellrechnung soll die Berechnung des WACC verdeutlichen: Eigenkapitalquote 60%, Kosten für Eigenkapital 20%, Kosten für Fremdkapital 5%, Unternehmensgewinnsteuersatz 15%. Beispiel:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \text{EKQ} \times \text{EKK} + \text{FKQ} \times \text{FKK} (1\text{-SS}) \\ &= 0.6 \times 0.20 + 0.4 \times 0.05 (x 0.85) \\ &= 0.119 \\ &= 11.9\% \end{aligned}$$

$$\text{WACC} = 12\%.$$

Kapitalisierungszinssatz

Der Kapitalisierungszinssatz (Kalkulationszinssatz) kommt bei der Ertragswert-Berechnung zur Anwendung und entspricht dem geforderten Gewinn in Prozent auf dem investierten

Gesamtkapital. Der Kapitalisierungszinssatz hat die folgenden Aufgaben: Diskontierung und Abgeltung des allgemeinen und speziellen Risikos.

Unternehmenswert

Der Unternehmenswert stellt den Wert einer Unternehmung als Ganzes aus dem Resultat ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit dar und basiert

auf einer Mischung zwischen Ertragswert und Substanzwert (= Mittelwertmethode).

EBIT- und EBITDA-Multiple

Der EBIT- wie auch der EBITDA-Multiple sind Kennzahlen, die für eine ganz grobe Einschätzung des Unternehmenswertes herangezogen werden können.

Dabei ist allerdings zu beachten, dass diese Kennzahlen nur zu einer vereinfachten Darstellung herangezogen werden können, unabhängig von der Grösse oder der Branche des Zielbetriebes. Es wird keineswegs auf die individuelle Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätssi-

tuation insgesamt eingegangen, was für die Kaufpreisfeststellung eines mittelständischen Unternehmens zwingend notwendig ist. Der EBIT wird als Abrundung für die Kaufpreisfeststellung als solche herangezogen, das EBITDA-Multiple ist eine grobe Finanzierungskennzahl, die angibt, in welcher Höhe eine schweizerische Grossbank für diese Akquisition Fremdkapital in Form von Darlehen und Mezzanine-Kapital maximal zur Verfügung stellen würde.

Finanzierung / Kaufpreis

Die Kaufpreisfinanzierung durch den Käufer kann auf drei Säulen basieren:

- A. Eigenmittel des Käufers
- B. Bankkredit
- C. Verkäuferdarlehen

Die prozentuale Verteilung der drei Finanzierungssäulen ist das Resultat der Vertragsverhandlung von Käufer und Banken. Im Anhang sind die Unterlagen der Finanzplanung beigefügt, die zum einen der beurteilenden Meinung des Käufers und zum anderen für die Beantra-

gung einer Bankfinanzierung beim entsprechenden Kreditinstitut dienen soll.

Der Kaufpreis für 100% des Aktienkapitals der XY AG wird auf Grundlage der durchgeführten Bewertung wie folgt festgelegt:

CHF xy

Haftung und Information

Ziel dieser Dokumentation ist es, möglichen Investoren einen Überblick über die Unternehmung zu geben. Die Dokumentation stützt sich auf Unterlagen und Informationen, welche uns von der genannten Firma zur Verfügung gestellt wurde.

Diese Dokumentation wurde nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Es wird seitens des Auftraggebers Herrn Felix Rüttimann und seitens der KMU link AG keinerlei Haftung für die in der Dokumentation

enthaltenen Informationen und Angaben übernommen.

Der mögliche Investor sollte für sein Kaufangebot weitere eigene Abklärungen einholen und diese zugrunde legen.

Die Angaben dieser Dokumentation sind streng vertraulich. Von ihrem Inhalt dürfen nur Personen Kenntnis erhalten, welche aufgrund der Geheimhaltungserklärung dazu ermächtigt sind.

Anlagen

Anlage 1