

Wie bewertet man ein Unternehmen?

Bewertungsmethodik erklärt für Juristen

Dipl. Ing. ETH, MBA Insead Kim Ludvigsen, Zürich

1. Einleitung

Unternehmensbewertungen sind vor allem durch M&A-Transaktionen bekannt, werden aber bei einer Vielzahl von anderen Gründen erstellt:

TRANSAKTIONS-BEWERTUNGEN	BEWERTUNGEN FÜR DRITTE	INTERNE BEWERTUNGEN
<ul style="list-style-type: none"> • Kauf, Verkauf und Fusionen • MBO und MBI • Abfindung ausscheidender Aktionäre • Nachfolgeregelungen • Agiobestimmung bei Kapitalerhöhungen • Going Public und Going Private 	<ul style="list-style-type: none"> • Aufnahme oder Erhöhung von Krediten • Erbteilung, Ehescheidungen • Schenkungs- und Vermögenssteuer • Enteignung und Verstaatlichungen • Schadensfälle bei Versicherungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Mitarbeiterbeteiligungsmodelle • Strategische Planung • Controlling- und Führungsinstrument • Performance Measurement • Vergleich von Entwicklungsszenarien

Der Wert eines Unternehmens spielt bei juristischen Auseinandersetzungen häufig eine Rolle und die meisten Wirtschaftsanwälte werden irgendwann mit bewertungstechnischen Fragen konfrontiert.

Wie erstellt man überhaupt eine Unternehmensbewertung? Gibt es verschiedene Methoden und welche ist die beste? Wie zuverlässig ist der berechnete Wert? Wovon hängt eine Bewertung ab? Warum und wann muss man einen Bewertungsexperten einsetzen? Gibt es kritische Faktoren oder Risiken, die man besonders beachten muss? Welche Methoden werden von welchen Spezialisten verwendet und nicht zuletzt, welche Methoden sind von den Schweizer Gerichten anerkannt?

Dieser Aufsatz wird eine Einführung in die Bewertungsmethodik geben, die wichtigsten Methoden erklären und die oben erwähnten Fragen beantworten. Anhand von einem Fallbeispiel wird die Bewertungsproblematik verdeutlicht.

2. Bewertungsmethoden

2.1. Grundsätzliches

Bewertungsmethoden können grundsätzlich in drei Kategorien eingeteilt werden: Vermögenswertorientierte, gewinnorientierte und marktorientierte Methoden. Die nachfolgende Aufstellung gibt einen groben Überblick über diese drei Gruppen sowie deren Basis und Eignung.

METHODE	PRINZIP	BASIS	EIGNUNG
Vermögenswertorientierte			
Substanzwert	Bilanzpositionen werden bezüglich stillen Reserven angepasst	Bilanzpositionen zu effektiven Statuswerten (Buchwerte inkl. stille Reserven und Bereinigungen)	Das zu bewertende Unternehmen erzielt keine Erträge, Sicherheitsnachweis von Darlehen
Liquidationswert	Bilanzpositionen werden bezüglich Liquidationskosten bereinigt	Bilanzpositionen zu Liquidationswerten	Eine Fortführung des Unternehmens ist nicht vorgesehen, Wertuntergrenze soll festgelegt werden

Gewinnorientierte			
Kapitalisierter Gewinn, bzw. Ertragswert	Nachhaltiger Gewinn wird kapitalisiert	Nachhaltig erzielbarer Gewinn und Kapitalisierungsfaktor	Bei stabilen Unternehmen, deren Entwicklung von der Vergangenheit gut abgeleitet werden kann
Discounted Cash Flow (DCF)	Die freien Cash Flows werden diskontiert und summiert	Budgetierte Erfolgsrechnungen und Bilanzen sowie Investitionsvorhaben und Diskontierungssatz	Zukunfts- und investitionsorientierter Ansatz, besonders geeignet bei Unternehmen oder Projekten, die sich zeitlich stark verändern
Economic Value Added (wird hier nicht näher erläutert)	Ein „Übergewinn“ wird anhand vom operativen Gewinn abzüglich Kapitalkosten berechnet	Erfolgsrechnung und Bilanz, Kapitalkostensatz	Bei Fokus auf Wertaufbau, bzw. Wertvernichtung, Messung der jährlichen Wertänderung
Marktorientierte			
Vergleich mit Transaktionen ähnlicher Unternehmen	Multiplikation einer Unternehmernkennzahl mit Market Multiples aus Transaktionen branchenähnlicher Unternehmen	Preise und Kennzahlen von Transaktionen branchenähnlicher Unternehmen	Geeignet, falls Transaktionen branchenähnlicher Unternehmen identifiziert werden können
Vergleich mit kotierten Unternehmen	Multiplikation einer Unternehmernkennzahl mit Market Multiples aus branchenähnlichen kotierten Unternehmen	Aktienkurse und Kennzahlen von börsenkotierten Unternehmen mit ähnlichen Aktivitäten	Geeignet, falls vergleichbare, börsenkotierte Unternehmen vorhanden sind

2.2. Vermögenswertorientierte Bewertungsmethoden

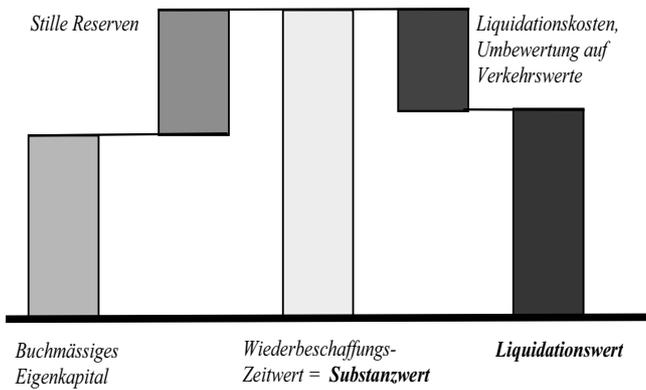
Der *Substanzwert* entspricht einfach gesagt dem am Bewertungsstichtag vorhandenen Eigenkapital, d.h. der Differenz zwischen den Aktiven und den Verbindlichkeiten einer Unternehmung. Man kann sich auch vorstellen, dass der Substanzwert den Geldbetrag widerspiegelt, der heute aufzuwenden wäre, um ein Unternehmen mit vergleichbarer Struktur nachzubauen.

Nach schweizerischem Obligationenrecht hat die Jahresrechnung einen möglichst sicheren Einblick in die wirtschaftliche Lage des Geschäftes zu ermöglichen (OR 959). Demnach ist die Bildung von stillen Reserven durch Unterbewertung von Aktiven (z.B. überhöhte Abschreibungen und Rückstellungen) oder Überbewertung von Passiven handelsrechtlich zulässig, und die meisten Unternehmen machen aus steuerlichen Überlegungen von dieser Möglichkeit Gebrauch. Dementsprechend widerspiegelt das in der externen Handelsbilanz ausgewiesene Eigenkapital selten die effektive Vermögenslage der Unternehmung und eine entsprechende Anpassung muss für die Bewertung vorgenommen werden.

Der Autor ist selbständiger Unternehmensberater und spezialisiert in Unternehmensbewertungen. Bemerkungen und Kommentare zu diesem Text werden unter kim@ludvigsen.ch gerne entgegengenommen.

Die Substanzwertmethode beruht auf Bilanzzahlen der Vergangenheit. Das Potential von Unternehmen, die sich im Aufbau befinden, kommt somit nicht zum Ausdruck. Immaterielle Aktiven werden auch nicht berücksichtigt. Gerade bei Dienstleistungsunternehmen hängt der Unternehmenswert entscheidend von Kundenbeziehungen, laufenden Arbeiten, dem Know-how und anderen immateriellen Werten ab, die in der Bilanz nicht direkt erfasst werden.

Der *Liquidationswert* widerspiegelt – wie der Name sagt – dagegen denjenigen Wert, der bei einer Auflösung oder Aufteilung des Unternehmens zu erreichen wäre. Er kann somit als eine untere Grenze des Unternehmenswertes angesehen werden, als ein Wert, der in jedem Fall erreichbar ist. Substanz- und Liquidationswert können wie folgt dargestellt werden:



Bilanzorientierte Bewertungsmethoden hatten vor allem früher grosse Bedeutung und werden noch heute gerne von Wirtschaftsprüfern verwendet. Der Grund ist, dass sie sich bereits mit der Erstellung und Bearbeitung von Bilanzen gut auskennen und mit der Substanzwertberechnung keine subjektive Einschätzung einer Zukunftsentwicklung vornehmen müssen.

Der berechnete Wert sagt zwar etwas darüber aus, wie viele Mittel in das Unternehmen investiert und wie es aufgebaut wurde, nicht aber darüber, ob und wie man damit Geld verdienen kann.

2.3. Gewinnerorientierte Methoden

Bei den gewinnorientierten Methoden hingegen steht die Frage "Welche Rendite wird das Unternehmen abwerfen?" im Vordergrund. Massgebend ist alleine die Ertragskraft der Unternehmung. Dabei wird der Unternehmenskauf als Investition betrachtet, welcher Mittelrückflüsse in Form von Dividenden, Gewinnen oder Cash Flows gegenüberstehen. Meistens wird ein Gewinn kapitalisiert und somit der Ertragswert berechnet.

2.3.1. Ertragswert

Die Ertragswertmethode basiert auf der Annahme, dass die Aktiven des Unternehmens eine konstante ewige Reihe von Reingewinnen generieren, die objektiv ermittelt werden können und nachhaltig erzielbar sind (LODERER/PICHLER/

ROTH/ZGRAGGEN, Handbuch der Bewertung, 2. erweiterte Auflage, 752 f.).

Der Ertragswert W_E beträgt:

$$W_E = \frac{G_N}{k}$$

Der nachhaltig erzielbare Gewinn G_N repräsentiert die zukünftig erwarteten Gewinne und wird normalerweise aufgrund von Gewinnen der Vergangenheit abgeleitet. Meistens wird einfach vom Mittelwert – eventuell gewichtet – der letzten zwei bis drei Jahre ausgegangen. Der Kapitalisierungsfaktor k wird zumeist in einem "Build up"-Verfahren hergeleitet, in dem von einer risikofreien Rendite ausgegangen wird und dazu verschiedene Risikokomponenten addiert werden.

Für die Bewertung müssen die ausgewiesenen Gewinne bereinigt werden. Aus steuerlichen Gründen werden Anlageaktiven oft stärker als betriebswirtschaftlich notwendig abgeschrieben und entsprechende Korrekturen müssen vorgenommen werden. Unternehmer, die ihre eigene Firma führen, lassen häufig private Aufwendungen über das Geschäft laufen. Diese Ausgaben sind betriebswirtschaftlich gesehen ein Teil des Managementehaltes und müssen entsprechend bei der Erstellung der Bewertung zum Reingewinn zurückaddiert und fiktiv versteuert werden.

2.3.2. DCF-Methode

Eine weitere, theoretisch sehr exakte Methode zur Unternehmenswertbestimmung stellt die Discounted Cash Flow (DCF) Methode dar. Sie stammt aus dem angelsächsischen Raum und hat sich inzwischen auch in der Schweiz etabliert. Sie setzt dem Unternehmenswert gleich dem Nettobarwert (NBW) der zukünftigen an die Kapitalgeber ausschüttbaren freien Cash Flows. Weil Mittelzuflüsse wertvoller sind, je früher sie erfolgen, werden die Cash Flows diskontiert, d.h. mit einem Faktor dividiert, welcher in der Zukunft stetig zunimmt. Cash Flows in einer weiten Zukunft erhalten somit ein geringes Gewicht.

Der NBW, die Summe der diskontierten Cash Flows, beträgt:

$$NBW = \sum_{i=1}^{i=\infty} \frac{CF_i}{(1+d)^i} = \frac{CF_1}{1+d} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \frac{CF_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+d)^n}$$

wenn CF_i der Cash Flow in Jahr i und d der Diskontierungsfaktor sei.

Setzt man übrigens die Cash Flows alle gleich, erhält man:

$$NBW = \frac{CF}{1+d} + \frac{CF}{(1+d)^2} + \frac{CF}{(1+d)^3} + \dots + \frac{CF}{(1+d)^n} = CF \cdot \left(\frac{1}{1+d} + \frac{1}{(1+d)^2} + \frac{1}{(1+d)^3} + \dots + \frac{1}{(1+d)^n} \right) = \frac{CF}{d}$$

Der aufmerksame und mathematisch begabte Leser bemerkt die Ähnlichkeit der letzten Formel mit der Formel für den Ertragswert. Korrekt, die Ertragswertmethode ist ein Spezialfall der DCF-Methode und beschreibt den Fall, dass alle zukünftigen Cash Flows (oder Erträge) gleich sind.

Bei der DCF-Methode geht man vom so genannten "Going Concern" Prinzip aus, d.h. man nimmt an, dass das Unternehmen ewig existiert. In der Praxis plant man drei bis fünf Jahre in die Zukunft, länger als 10 Jahre ist wenig sinnvoll. Für die Cash Flows danach wird stellvertretend ein Restwert (CF_R) – auch "Residual Value" oder "Continuing Value" genannt – angenommen (COPELAND: "Valuation" gibt gute Anleitungen zur Herleitung des Restwertes). Plant man z.B. fünf Jahre, errechnet sich der NBW wie folgt:

$$NBW = \frac{CF_1}{1+d} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \frac{CF_3}{(1+d)^3} + \frac{CF_4}{(1+d)^4} + \frac{CF_5}{(1+d)^5} + \frac{CF_R}{(1+d)^5}$$

Der Restwert wird meistens anhand eines normalisierten Cash Flows CF_{k+1} und einer ewigen Rente berechnet:

$$CF_R = \frac{CF_{k+1}}{d}$$

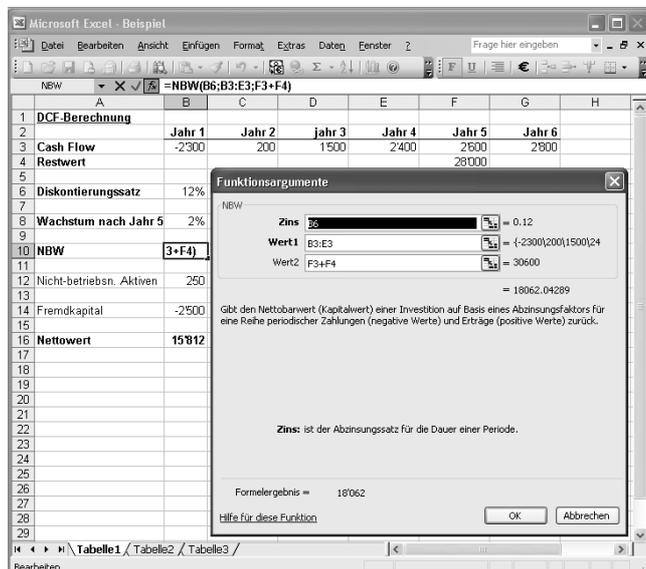
Nimmt man ab dem letzten Planungsjahr k ein ewiges Wachstum von g an, beträgt der Restwert:

$$CF_R = \frac{CF_{k+1}}{d-g}$$

Die ganze Formel für die NBW-Berechnung ergibt sich somit zu:

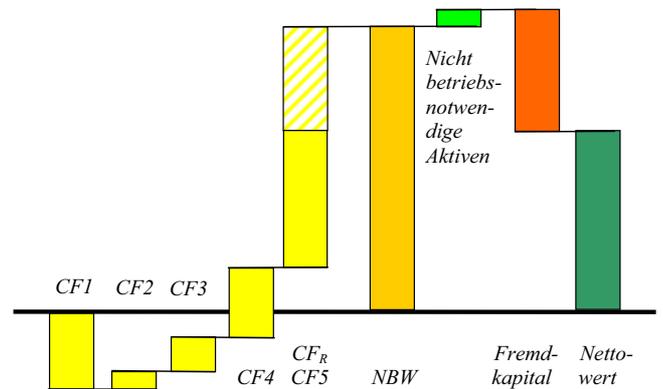
$$NBW = \sum_{i=1}^{i=k} CF_i \cdot (1+d)^{-i} + \frac{CF_{k+1}}{d-g} \cdot (1+d)^{-k}$$

Für den an dieser Stelle erschrockenen und mathematisch uninteressierten Jurist gibt es Abhilfe: Im Excel ist eine Formel " $=NBW(Zins;Werte)$ " vorhanden, die den Nettobarwert direkt in einem Schritt berechnet.



Im Beispiel beträgt der Diskontierungs- oder Zinssatz im Feld B8 10% und der Wachstumsfaktor 2%. Der Restwert im F4 fällt im Jahr 5 und kann somit zum letzten Cash Flow im Feld F3 addiert werden. Dass im Beispiel der Restwert CF_R im Feld F5 den grössten Anteil vom NBW ausmacht, ist für die DCF-Methode sehr kennzeichnend.

Ein DCF-Modell mit fünf Planungsjahren kann wie folgt graphisch dargestellt werden:



Um an den Nettowert des Bewertungsobjekts zu gelangen, müssen zum NBW die nicht-betrieblichen Aktiven addiert und das verzinsliche Fremdkapital abgezogen werden.

Der Diskontierungssatz d wird meistens als ein gewichteter Mittelwert (WACC oder "Weighted Average Cost of Capital") von den Eigen- und Fremdkapitalkosten (nach Steuern) wie folgt berechnet:

$$d = \frac{r_E \cdot E + r_D \cdot D \cdot (1-T)}{E + D}$$

r_E : geforderte Eigenkapitalrendite. Die wichtigsten Einflussgrößen sind, Unternehmensgrösse, Kapitalmarkt, Industrie, Branche und Leverage, kann einfach vorgegeben werden oder auch mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet werden.

r_D : Fremdkapitalrendite (z.B. Zinssatz von Bankdarlehen).

E : Marktwert (nicht Buchwert) des Eigenkapitals. Eigentlich das gesuchte Ergebnis, daher ist die Herleitung streng genommen ein iterativer Prozess. Bei kotierten Gesellschaften kann die Börsenkaptalisierung genommen werden.

D : Marktwert des Fremdkapitals, bei marktüblicher Verzinsung gleich dem Buchwert.

T : Marginalsteuersatz.

Ein grosser Vorteil der DCF-Methode ist, dass nicht nur selbstständige Unternehmen, sondern auch Projekte innerhalb einer Firma beurteilt werden können. Ferner können Szenarien gebildet und unterschiedliche Alternativen verglichen werden, z.B. kann berechnet werden, welche Alternative mehr zum Wertzuwachs beiträgt: a) Kauf eines bestehenden Produktions-Unternehmens im Ausland, b) Ausbau der eigenen Produktion oder c) Aufbau einer neuen Produktionsstätte in einem Drittland.

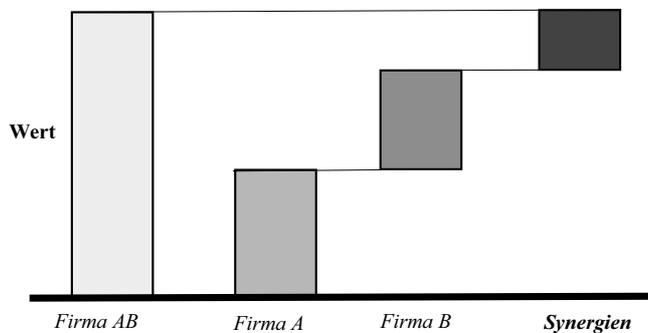
Eine weitere Stärke der DCF-Methode ist die Möglichkeit, Synergien wertmässig zu erfassen. Streng genommen

sind Akquisitionen und Fusionen nur sinnvoll, wenn Synergien klar nachgewiesen werden können. Der Wert der Synergien kann berechnet werden, indem man drei separate DCF-Bewertungen erstellt: Firma A (z.B. die Käuferin), Firma B (z.B. das Kaufobjekt oder "target") und AB, die fusionierte Einheit. Bei der Bewertung von AB müssen mögliche Einsparungen und das Rationalisierungspotential berücksichtigt werden.

Der Wert der Synergien beträgt:

$$\text{Wert(Synergien)} = \text{DCF(AB)} - \text{DCF(A)} - \text{DCF(B)}$$

Die Synergien können graphisch wie folgt dargestellt werden:



Wem gehören eigentlich die Synergien? Der Verkäufer von B wird den Preis $\text{DCF(AB)} - \text{DCF(A)}$ verlangen, weil dieser Betrag den Wert für den Käufer darstellt, dieser hingegen ist für B nur bereit DCF(B) zu zahlen, weil er behaupten kann, dass die Synergien von ihm nach der Akquisition erarbeitet werden müssen.

Die DCF-Methode ist, wie erwähnt, die theoretisch korrekteste Bewertungsmethode, hat aber einen grossen Nachteil: Die Zukunftsentwicklung muss abgeschätzt werden können. Vorsicht ist deshalb geboten, man kann mit der Methode Bewertungen leicht manipulieren, indem man unrealistische Annahmen trifft. DCF-Bewertungen reagieren meistens sensibel auf bestimmte Schlüsselfaktoren oder "value drivers" und indem man diese Faktoren leicht in die gewünschte Richtung ändert, kann ein hoher oder tiefer NBW erzielt werden. Es ist beim Erstellen einer DCF-Bewertung deshalb wichtig, dass man die Annahmen klar und nachvollziehbar beschreibt.

2.4. Marktorientierte Bewertungsmethoden

Viele Bewertungsspezialisten sehen den Ansatz: "Der Markt ist der beste Bewerter" fast als ein Naturgesetz, vorausgesetzt, dass ausreichend Marktteilnehmer vorhanden sind und diese den gleichen Informationsstand haben.

Das Schlüsselement bei marktorientierten Bewertungsmethoden ist immer ein bezahlter Preis, entweder ein Aktienkurs eines börsenkotierten Unternehmens oder der Transaktionswert bei einem M&A-Deal. Anhand von verschiedenen Elementen wie Reingewinn, Umsatz, usw. können Kennzahlen wie z.B. Price-Earnings-Ratios (P/E), bzw.

Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) abgeleitet werden. Die Methode wird vor allem von Aktienanalysten und Investment Bankers verwendet und geht von der Annahme aus, dass Unternehmen in der gleichen Branche vergleichbare Renditen ausweisen sollten, weil sie ähnliche Marktchancen haben.

Verwendet man den Gewinn als Kennzahl, geht man wie folgt vor: P/E-ratios von ähnlichen Unternehmen werden ermittelt und deren Mittelwert gebildet. Die Multiplikation des berechneten Mittelwerts mit dem Gewinn des Unternehmens ergibt den Unternehmenswert.

In einer mathematischen Formel beträgt der Wert W_T eines Targetunternehmens T mit dem Reingewinn G_T bei n Vergleichsunternehmen:

$$W_T = G_T \cdot \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n \frac{P_i}{E_i}$$

wobei P/E_i die P/E-ratios der vergleichbaren Unternehmen i seien.

In der Praxis werden auch andere Market Multiples verwendet. Die wichtigsten sind:

Market Multiple	Bezugsgrösse	Eignung
Price/Earnings	Reingewinn	Am stärksten verbreiteter Multiple, P/E-ratios werden oft in Artikeln und Berichten direkt angegeben
Price/Book Value	Eigenkapital	Substanzlastige Gesellschaften
EV/EBIT	Earnings before Interest and Tax	Einfluss der Finanzierungsstruktur wird eliminiert
EV/EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation	Bei Gesellschaften mit hohem Goodwill und reger Akquisitionstätigkeit
EV/Sales	Umsatz	Bei unprofitablen Gesellschaften
EV/#Employees	Anzahl Mitarbeiter	Bei unprofitablen Gesellschaften und kleinen Dienstleistungsunternehmen

EV: Enterprise Value, Summe von Eigen- und Fremdkapital

In der Anwendung zeigt sich immer wieder, dass die marktorientierten Methoden bei der Bewertung von Klein- und Mittelunternehmen (KMU) an Grenzen stösst. Einerseits sind kaum Informationen zu Unternehmensverkäufen im Bereich der KMU öffentlich zugänglich, andererseits sind die bekannten Transaktionen sehr unterschiedlich ausgestaltet und zu individuell, als dass sie zur Bewertung von anderen Unternehmen herangezogen werden könnten. Auch kann man die Kennzahlen einer grossen börsenkotierten Gesellschaft nicht ohne weiteres auf Kleinunternehmen übertragen.

2.5. Mischmethoden

Wie bereits erwähnt, erweist sich die Prognose von zukünftigen Mittelzuflüssen als problematisch und unsicher. Viele Unternehmensbewerter, vor allem Wirtschaftsprüfer, haben das Gefühl, mit der Substanzwertberechnung etwas Konkretes oder Handfestes zu erstellen und sind gegenüber der

DCF- und Ertragswertmethode skeptisch eingestellt, weil diese einfach zu manipulieren sind. Vor allem mit der DCF-Methode lassen sich fast beliebige Ergebnisse erzielen.

In Deutschland und in der Schweiz hat deshalb die so genannte Praktiker-Methode, die einen Mittelwert aus dem Substanz- und dem Ertragswert bildet, grosse Beliebtheit erlangt. Aus der Vermutung, der Ertragswert sei wahrscheinlich massgeblicher als der Substanzwert, ist in den letzten Jahrzehnten das so genannte "Stuttgarter-Verfahren" entstanden, bei dem der Ertragswert doppelt gewichtet wird. Das Verfahren wird viel bei der Berechnung von Erb- und Schenkungssteuern verwendet. Andere Gewichtungen kommen auch vor.

Die Praktikermethode ist stark verbreitet, obwohl sie eigentlich gar nicht logisch ist. Entweder wird ein Unternehmen weitergeführt, und dann ist das Ertragspotential und somit ein gewinnorientiertes Bewertungsverfahren massgebend, oder man möchte die Aktiven realisieren, in diesem Fall ist der Substanz- oder Liquidationswert entscheidend.

Es macht aber durchaus Sinn, verschiedene Methoden parallel zu verwenden und die Resultate zu vergleichen. Die Praktikermethode wird übrigens nur im deutschsprachigen Raum verwendet, bei angelsächsischen Investmentbankers ist sie unbekannt und löst im besten Fall ein Schmunzeln aus.

2.6. Earn-out Modelle

Manchmal wird eine Bewertung oder die Bezahlung eines Unternehmens mit der tatsächlichen, in der Zukunft erreichten Performance verknüpft. Die Parteien kennen somit beim Vertragsabschluss noch nicht den endgültigen Preis. Solche Modelle sind vor allem für den Käufer vorteilhaft, weil er nach dem Erwerb die Performance teilweise steuern kann, und führen folglich oft zu Konflikten und Prozessen.

3. Anwendungen von Bewertungen

3.1. Taktische Überlegungen

Wenn man eine Bewertung erstellt, soll man immer überlegen, für wen sie erstellt wird und welchem Zweck sie dienen soll. DCF-Bewertungen können ein Zukunftspotential gut zur Geltung zu bringen und sind somit eher verkaufsorientiert. Vor einer wichtigen Verhandlung lohnt es sich somit, verschiedene Bewertungsmethoden anzuwenden, um zu sehen, welche den besten Wert ergibt. Je nach Verhandlungsablauf kann man die gewonnenen Erkenntnisse taktisch einsetzen. Verwendet die Gegenseite eine Bewertungsmethode, die zu einem attraktiven Wert führt, stellt man sie nicht in Frage, sondern versucht, eventuell einzelne Faktoren oder Elemente nachzubessern. Führt hingegen die von der Gegenseite vorgeschlagene Methode zu einem ungünstigen Wert, argumentiert man gegen die Methode und

schlägt eine alternative vor. Wie immer gilt: Je besser man sich vorbereitet, desto besser wird das Ergebnis.

3.2. Anpassungen

Vorstehend wurde erklärt, wie der Substanzwert für Bewertungszwecke angepasst wird und wie ausgewiesene Gewinne bereinigt werden müssen. Es gibt eine Reihe von weiteren, generellen Anpassungen:

ANPASSUNG	KOMMENTAR
Abhängigkeit von Schlüsselpersonen	Vor allem kleinere Unternehmen sind oft von einer Person, z.B. dem Gründer, stark abhängig. Verlassen sie das Unternehmen, nehmen sie oft wertvolles Know-How und Kundenbeziehungen mit. Speziell Beratungsunternehmen reagieren sensibel auf den Verlust von Schlüsselpersonen. Es ist schwierig, Richtlinien zu geben, wie man die entsprechenden Anpassungen vornimmt.
Erschwerte Veräußerlichkeit	Aktien, für die es keinen Markt gibt, sind weniger attraktiv als leicht umsetzbare Aktien, und werden mit einem Abschlag gehandelt. Verwendet man z.B. bei nicht kotierten Unternehmen P/E-Ratios von börsenkotierten Unternehmen, müssen entsprechende Anpassungen bei der Bewertung vorgenommen werden, die gemäss Studien aus den USA einen Abzug zwischen 20% und 50% zur Folge haben können. Ein in US-Gerichtsfällen oft verwendeter Prozentsatz beträgt 35%.
Minderheitsanteil	Minderheitspakete werden häufig mit einem Abschlag und Mehrheitspakete mit einem Zuschlag bewertet. Der Grund ist, dass ein Käufer eher bereit ist, einen Mehrwert zu zahlen, wenn er die Kontrolle über das Zielunternehmen gewinnen kann. Umgekehrt ist ein Minderheitsanteil unattraktiv, weil der Käufer gezwungen ist, mit anderen Aktionären zusammenzuarbeiten. Je nach Verhältnis zwischen den Aktionären und Aktionärbindungsvertrag kann diese/r Prämie/Abschlag zwischen 10 und 50% betragen. Gemäss amerikanischen Untersuchungen beträgt der Durchschnittswert 27%.

Ob und wie Anpassungen vorgenommen werden müssen, muss in Einzelfall vom Bewerter entschieden werden.

3.3. Schriftliche Berichterstattung

Eine Bewertung ist immer ein Produkt der getroffenen Annahmen. Ein Bewertungsbericht ist demzufolge wertlos, falls die Annahmen nicht sorgfältig und nachvollziehbar dokumentiert sind. Dies ist besonders wichtig bei einer eventuellen Verantwortlichkeitsfrage. Wenn im Bericht klar auf die Quelle der Annahmen hingewiesen wird und der Disclaimer (Haftungsausschluss) entsprechend korrekt formuliert ist, reduziert sich das Haftungsrisiko für den Bewerter stark.

Das Vermeiden von Äusserungen über unsichere Elemente wie Zukunftsentwicklung oder Synergien schützt nicht vor Fehlern. Mit der Aussage: "Die Firma hat wahrscheinlich grosses Potential, aber weil es sehr schwierig ist, ihre Entwicklung zu planen, wurde statt die DCF-Methode eine vergangenheitsorientierte Ertragswertmethode gewählt" nimmt man damit implizit an, dass die Firma gleich profitabel bleibt wie in der Vergangenheit. Wenn man keine Synergien beschreibt, nimmt man implizit an, dass es solche nicht gibt. Eine schlechte Schätzung ist infolgedessen meistens besser als gar keine Schätzung und wenn man mögliche Einflussfaktoren nicht berücksichtigt, soll man dies erwähnen und begründen.

4. Fallbeispiel

4.1. Die Ausgangslage

In einem Fall ging es um ein grösseres, 1985 gegründetes Architektenbüro im Grossraum Zürich. Die Firma war sehr erfolgreich, aber aufgrund von Meinungsverschiedenheiten im Management schied einer der drei Gründungspartner 1994 aus. Er und die zwei verbliebenen Partner konnten sich über den Preis für sein Aktienpaket nicht einigen und es kam zu einer Klage. Im Laufe der fast zehnjährigen Auseinandersetzung wurden mehrere Bewertungsgutachten und Gegengutachten erstellt, ohne dass eine Lösung gefunden wurde. In 2001 wurde vom zuständigen Bezirksrichter ein renommiertes Beratungsunternehmen mit dem Erstellen einer neutralen Bewertung beauftragt. Eine der Parteien war mit dieser Bewertung nicht zufrieden und der Bezirksrichter ordnete deshalb eine Oberexpertise an.

Die Rechtslage war einigermaßen klar: Artikel 7 der Statuten der Gesellschaft hält fest, dass ein austretender Aktionär von der Gesellschaft verlangen darf, seine Aktien zum "*wirklichen Wert*" zu erwerben. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts bedeutet der Begriff des wirklichen Wertes, dass der Gesellschafter Anspruch auf eine volle Entschädigung hat (BGE 92 III 20 E. 3, 25), die aufgrund des inneren Wertes der Unternehmung festzulegen ist (BGE 110 II 293 E. 2c, 297; BGE 120 II 259 E. 2a, 261). Auf Englisch würde man den Ausdruck "fair market value" verwenden.

Abgestellt wird somit auf einen objektivierten Wert (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, 1996, 579 f.). Subjektive Elemente sind bei der Unternehmensbewertung zu eliminieren, und die Bewertung hat nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Grundsätzen zu erfolgen. Dementsprechend hat der Unternehmensbewerter die Funktion als neutraler Gutachter bzw. Schiedsgutachter einzunehmen (CARL HELBLING, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. nachgeführte Auflage, 45 ff.).

4.2. Das Vorgehen

Bereits bei der Wahl der Bewertungsmethode zeigten sich die ersten Probleme. Nach herrschender Literaturmeinung handelt es sich beim wirklichen Wert einer nicht börsenkotierten Unternehmung um einen objektivierten Wert, der als Gesamtwert der Gesellschaft unter Einschluss von Substanz- und Ertragswert zu bestimmen ist (BGE 120 II 259 E. 2a, 261; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, 1996, 641). In welcher Weise Substanz- und Ertragswert gewichtet werden, ist eine vom Fall abhängige und umstrittene Frage, die Ertragskomponente hat dabei in der Praxis deutlich Überhand (GUHL/KUMMER/DRUEY, Das Schweizerische Obligationenrecht, 8. Auflage, 655 f.). Für einen Arbitrium-Schiedswert bei Klein- und Mittelunternehmen ist die so genannte Praktikermethode vorzuziehen (HELBLING, op. cit., 167), wonach der Ertragswert doppelt, der Substanzwert einfach zu gewichten ist.

Die Anwendung der DCF-Methode fiel von vornherein ausser Betracht, da keine verlässlichen und objektiven Budgets (Bilanzen, Erfolgsrechnungen und Investitionsplanungen) für den Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag vorlagen. Weil es in der Schweiz keine vergleichbaren börsenkotierten Gesellschaften gibt und die Vergleichbarkeit der vorhandenen Transaktionen nicht sichergestellt werden kann, war es nicht sinnvoll, marktorientierte Bewertungsmethoden einzusetzen.

Die Suche mit den Stichwörtern "DCF", "Discounted Cash Flow", "P/E", usw. ergab in der Datenbank der Schweizer Bundesgerichtsentscheide (*eurospider*) keine Treffer, die Suchbegriffe "Praktikermethode" und "Carl Helbling" hingegen unzählige.

Die Praktikermethode wurde somit als die sicherste und bestgeeignete Bewertungsmethode gewählt, weil sie sowohl vom Erstexperten wie von den anderen Gutachtern bereits verwendet wurde und weil sie von den Schweizer Gerichten allgemein anerkannt ist, vor allem wenn ausscheidende Aktionäre abgefunden werden müssen.

Die erstellten Bewertungen können wie folgt zusammengefasst werden:

	AUFTRAGGEBER	BEWERTER	JAHR	WERT/AKTIE (CHF)
A	Unternehmen	Treuhänder X*	1995	5050
B	Austretender Aktionär	Treuhänder Z**	1995	9100
C	Unternehmen	Treuhänder X*	1996	2945
D	Gericht	Erstexperte	2002	6045
E	Gericht (nach Ergänzungsfragen)	Erstexperte	2003	6312

* Ehemaliger Mitarbeiter, Wirtschaftsprüfer des Unternehmens ab 1995

** Wirtschaftsprüfer des Unternehmens bis Ende 1994

Bei den Bewertungsüberlegungen wurde von den Erstexpertenbewertungen (D und E) ausgegangen. Zuerst wurden die Annahmen analysiert und wo nötig angepasst, danach die Einflüsse der entsprechenden Anpassungen auf den Gesamtwert berechnet. Diejenige Anpassung, die die grösste Änderung verursachte, war eindeutig die Bereinigung der Managementgehälter. Wie bei vielen selbst geführten Unternehmen, hatten die drei Partner sich sehr hohe Gehälter ausbezahlt, die in den Jahren 1992–1994 rund 50–60% über dem marktüblichen Niveau lagen. Die Anpassung der Bereinigung führte zu einer 13% höheren Unternehmensbewertung.

In den Gesprächen mit den Parteien erklärte der Vertreter des Unternehmens (die Käuferin), dass die Firma sich in den Jahren nach dem Austreten des Partners schlecht entwickelt hatte und dass dies zu berücksichtigen wäre. Der in den Bewertungen verwendete nachhaltige Gewinn sei in den Folgejahren nicht erzielt worden. Eine wichtige Tatsache musste in diesem Zusammenhang klar zum Ausdruck gebracht werden: Eine Bewertung muss mit den *am Bewer-*

tungsstichtag vorhandenen Informationen erstellt werden, Erkenntnisse über die Unternehmensentwicklung, die zwischen diesem Zeitpunkt und der Erstellung der Bewertung zum Vorschein kommen, dürfen *keinen Einfluss* auf die Bewertung haben.

Die gerichtliche Bewertungspraxis bestätigt diese Sicht und geht davon aus, dass nur die am Bewertungsstichtag voraussehbaren Entwicklungen zu berücksichtigen sind. Dagegen müssen spätere Entwicklungen, deren Wurzeln in der Zeit nach dem Bewertungsstichtag liegen, ausser Betracht bleiben (HELBLING, op. cit., 374). Somit müssen Budgets *nachweislich vor* dem Bewertungsstichtag und vor der Planungsperiode erstellt worden sein, um für eine Bewertung berücksichtigt zu werden.

Beim Lesen der Gerichtsakten fielen zwei Dokumente auf. Das eine war eine 1993 handschriftlich erstellte Bewertung des Treuhänders X, die einen Wert von CHF 8365 erwähnte, das andere war ein von den damaligen drei Aktionären erstellter Entwurf eines Mitarbeiterbeteiligungskonzeptes, der interessierten Mitarbeitern die Möglichkeit angeboten hätte, Aktien zu einem Preis zwischen CHF 8000 und 9000 zu erwerben. Diese Informationen wurden aus folgenden Gründen als sehr relevant eingestuft: Die Bewertung des Treuhänders X wurde zu einem Zeitpunkt erstellt, als es noch keine Auseinandersetzung und keine Positionen zu vertreten gab. Folglich musste dieser Bewertung – auch wenn sie nur überschlagsmässig erstellt wurde – grosses Gewicht zugemessen werden. Vor allem macht sie die später erstellten Bewertungen A und C des Treuhänders X unglaubwürdig. Als neuer Wirtschaftsprüfer der Gesellschaft hatte er nämlich ein klares Interesse, die Position seines Auftraggebers zu vertreten. Dass der Unternehmenswert, nachdem die Streitigkeit angefangen hatte, plötzlich nur noch ein Drittel vom ursprünglich berechneten Wert betragen sollte, hinterlässt ein grosses Fragezeichen. Auch das Mitarbeiterbeteiligungskonzept gab zu vermuten, dass die Aktionäre sich damals einen Aktienpreis in der Grössenordnung vom erwähnten Betrag vorgestellt hatten.

4.3. Die Lösung

Es fiel weiter auf, dass der ganze Fall – wie so oft bei Streitereien – einen sehr emotionalen Charakter bekommen hatte. Es wurde zunehmend klar, dass das Erstellen einer weiteren Bewertungsexpertise zwar den erteilten Auftrag erfüllen, kaum aber eine Lösung bringen würde. Sich mit einer veralteten Bewertungsmethode noch weiter in Detailfragen zu vertiefen, würde dem Gericht und den Parteien keine abschliessende Klarheit über "den wirklichen Wert" verschaffen.

Eine aussergerichtliche Einigung wäre für die Parteien die beste Lösung. Vieles sprach dafür: Die Tatsache, dass alle Gutachter und Experten Kenntnis über die bereits erstellten Bewertungen hatten, schliesst streng genommen das Erarbeiten einer unabhängigen und objektiven Bewertung aus. Auch die Gerichts- und Anwaltskosten des über zehn Jahre verlaufenden Prozesses waren nicht zu vernachlässigen.

Der Richter wurde demzufolge angefragt, ob er einer aktiven Mediation zwischen den Parteien zustimmen würde. Er war einverstanden, zweifelte aber daran, ob es gelingen würde, die Streitenden zu einer Einigung zu bringen. Die Parteien begrüsst die Vermittlungsinitiative, es war aber dem Oberexperten klar, dass er sich auf einem schmalen Grat bewegen würde und eigentlich eine undankbare Rolle auf sich genommen hatte.

Eine Doppelstrategie wurde daher gewählt: Einerseits wurden die Bewertungsfragen sachlich und professionell abgeklärt und in einem Bericht zusammengefasst. Es war klar, dass die positive Einstellung der Parteien sich blitzartig ändern könnte. Würde sich eine Seite bei einem konkretisierenden Vermittlungsvorschlag benachteiligt fühlen, würde sie wahrscheinlich kaum zögern, dem Oberexperten Voreingenommenheit oder sogar Inkompetenz vorzuwerfen. Der Bericht, der vor allem beim Scheitern der Vermittlungen eine zentrale Rolle bekommen würde, durfte deshalb keine Schwachpunkte haben oder Angriffsflächen bieten.

Weiter wurde angestrebt, zuerst bei denjenigen Anpassungen der Bewertung, die einen geringen Einfluss auf den Gesamtwert hatten, eine Einigung zu finden. Auf dieser Weise konnte die Anzahl offener Streitpunkte reduziert werden.

Andererseits wurde versucht, die Parteien allmählich näher aneinander zu bringen und emotionelle Argumente wie "Zeigen Sie, dass Sie über der Sache stehen" und "Ein bekannter Unternehmer wie Sie kann sich doch nicht leisten, weiterhin in einem solchen Verfahren verwickelt zu sein", wurden verwendet. Erstaunlicherweise brachte gerade das Appellieren an Gefühle die Fronten langsam in Bewegung.

In der Zwischenzeit lag das Ergebnis der angepassten Bewertung vor: CHF 7260 pro Aktie. Es folgte eine kurze Periode von Angeboten, Gegenangeboten und Gesprächen. Vor allem eine Seite zeigte sich unnachgiebig und die Vermittlungen schienen zu misslingen. Der Oberexperte teilte dann mit, dass er seine Bemühungen aufgeben und dem Gericht seinen inzwischen fertig gestellten Bericht zustellen würde. Es folgten einige hektische Verhandlungen, bei denen der Oberexperte mehrmals glaubte, er sei gescheitert, bis dann ein Kompromissvorschlag überraschend genehmigt und unterzeichnet wurde. Ein zehnjähriger Prozess hatte plötzlich sein Ende genommen.

5. Schlussfolgerungen

Wenn in einer juristischen Auseinandersetzung eine Unternehmensbewertung benötigt wird, ist die Unterstützung eines Spezialisten meistens ratsam. Das Erstellen von Bewertungen ist aber keine exakte Wissenschaft, sondern erfordert Erfahrung, Improvisationstalent, logisches Denken und vor allem gesunden Menschenverstand. Eine Bewertung beinhaltet immer subjektive Einschätzungen des Erstellers und kann nie eine absolute, objektive Wahrheit darstellen, sondern ist immer eine Approximation. Es ist wichtig stets den Überblick zu behalten und den Analyseaufwand auf

diejenigen Faktoren zu konzentrieren, die den grössten Einfluss auf die Bewertung haben.

Es gibt verschiedene Bewertungsmethoden, die meistens zu unterschiedlichen Resultaten führen. Substanzwert- und Ertragswertmethoden haben eine lange Tradition in der Schweizer Rechtsprechung. Modernere Methoden wie die *DCF*-Analyse und die Anwendung von Market Multiples sind im Investment Banking stark verbreitet und liefern bessere Resultate, weil sie marktorientierter sind.

In einem Streitfall lohnt es sich, verschiedene Methoden anzuwenden, und es ist immer wichtig, die getroffene Annahmen klar zu definieren und zu beschreiben. Der Tübinger Wirtschaftsprofessor KARL ERICH BORN sagte es 1990 in der *Financial Times* sehr treffend: "Valuation is 95 % research and analysis. The actual calculation takes about 30 seconds on a calculator. There is no substitute for analysing the company, analysing its place in its industry and analysing that industry's place in the economy".

6. Empfohlene Literatur

Titel	Author	Kommentar
VALUATION: Measuring and managing the Value of Companies	Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin	Weiterhin die „Bibel“ der DCF-Bewertungsmethodik, sehr empfehlenswert, wenn man die theoretischen Grundlagen der DCF-Methode gut verstehen möchte
Unternehmensbewertung in der Schweiz	Daniel Knüsel	Ausgezeichnete Erläuterung des DCF-Konzeptes und dessen Anwendung in der Schweiz, praxisnah und mit vielen guten Beispielen
Unternehmensbewertung und Steuern	Carl Helbling	Obwohl etwas veraltet, hat dieses Buch in der Schweiz grosse Autorität, wird in steuerlichen Auseinandersetzungen und in Gerichtsfällen als Referenz verwendet
Handbuch der Bewertung	C. Loderer, P. Pichler, K. Roth, P. Zraggen	Modernes und sehr umfassendes Handbuch, wurde an der Universität Bern entwickelt
Principles of Corporate Finance	R. Brealey und S. Myers	Sehr theoretisch mit vielen detaillierten Herleitungen. Amerikanisch orientiert, wird seit 20 Jahren als Lehrbuch in vielen Business Schools verwendet
Stock, Bonds, Bills & Inflation Yearbook	Ibbotson Associates	Beinhalten viele wertvolle statistischen Angaben, erscheint jährlich mit den neusten Zahlen
The revolution in Corporate Finance	J. M. Stern und D. H. Chew, Jr.	Theoretisch und ausführlich, wird als Lehrbuch in amerikanischen Business Schools verwendet
Merger & Acquisitions	Joseph Marran	Detaillierte Beschreibung des Akquisitionsprozesses und der Bewertungsmethoden