



Kim Ludvigsen\*

## Unternehmensbewertung nach Ertragspotential

# Bewertung von KMU: wieviel ist meine Firma wert?

KMU werden wie andere Unternehmen verkauft, gekauft und infolge von Ausscheidungen von Partnern und Beteiligungen von Mitarbeitern gibt es Veränderungen in der Besitzerstruktur. Dafür sind Unternehmensbewertungen notwendig. Hat man in der Vergangenheit dieses Gebiet relativ oberflächlich behandelt und vor allem eine bilanzorientierte Betrachtungsweise angewendet, tendiert man heute eher dazu, Unternehmen nach ihrem zukünftigen Ertragspotential zu bewerten.

**D**as Bewerten von Unternehmen ist keine exakte Wissenschaft, sondern hat sich anhand von Erfahrungen und Gepflogenheiten laufend entwickelt. Bewertungsmethoden können grundsätzlich in drei Gruppen aufgeteilt werden: Vermögens-, Markt- und Ertragswertmethoden. Sie sind je nach Bewertungsobjekt und Situation besser oder schlechter geeignet und können wie folgt beschrieben werden.

ist es oft schwierig, vergleichbare Unternehmen zu finden.

Die Ertragswertmethode gewinnt allgemein an Bedeutung, weil sie auf den für einen Käufer/Investor wesentlichsten Punkt fokussiert: Welche Rendite kann er bei einem gegebenen Investitionsbetrag erwarten bzw. welchen Preis

Die Bewertung von Dividenden spielt vor allem bei grösseren, börsenkotierten Unternehmen, die regelmässig Dividenden ausschütten, eine Rolle. KMU zahlen aber meistens keine Dividenden, sondern belassen die erarbeiteten Gewinne im Unternehmen, und können somit selten anhand von Dividenden bewertet werden.

Das Kapitalisieren von Gewinnen ist eine weitverbreitete Bewertungsmethode und für KMU gut geeignet, vorausgesetzt, dass diese profitabel sind und ihre Gewinne sich einigermaßen stabil entwickeln. Bei dieser Methode wird ein bereinigter Gewinn – meistens ein Durchschnittswert der vergangenen Jahre – mit einem Faktor kapitalisiert.

In der Bewertungsmethodik ist heute vor allem die Discounted Cash Flow (DCF)-Methode wichtig. Sie ist in Amerika entstanden und gilt im angelsächsischen Wirtschaftsraum seit Jahrzehnten als Standard-Methode. In Kontinentaleuropa nimmt die Bedeutung dieser Methode zu. Sie gilt als die

## *Bewertet werden die zukünftig zu erwartenden Mittelrückflüsse in Form von Dividenden, Gewinnen oder Cash-Flows.*

KMU nach ihren Vermögenswerten zu bewerten, ist wenig sinnvoll, weil der Wert dieser Unternehmen meistens im Zukunftspotential liegt, welches in der Bilanz nicht ausgewiesen wird.

Die Marktwertmethode ist ebenso ungeeignet, weil KMU sich oft in einer Aufbauphase befinden, in der die Hauptfinanzzahlen wie Umsatz, Gewinn und Cash-Flow für das Unternehmen nicht repräsentativ sind. Ferner

kann er bei einer gewählten Rendite für ein Investitionsobjekt zahlen?

Bewertet werden die zukünftig zu erwartenden Mittelrückflüsse in Form von Dividenden, Gewinnen oder Cash-Flows. Handelt es sich beim Bewertungsobjekt um ein stabiles Unternehmen, und ist die zukünftige Entwicklung schwierig abschätzbar, kann man für die Bewertung Gewinne der Vergangenheit verwenden.

<b>Methode</b>	
<b>Basis</b>	<b>Geeignet wenn:</b>
<b>Vermögenswerte</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Substanzwert Bilanzpositionen zu Buchwerten, inkl. stille Reserven</li> <li>■ Liquidationswert Bilanzpositionen zu Liquidationswerten, inkl. stille Reserven</li> </ul>	<p>ungeeignet (veraltete Methode)</p> <p>eine Fortführung des Unternehmens nicht vorgesehen ist</p>
<b>Marktwerte</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ vergleichbare Transaktionen Schlüsselzahlen bereits gehandelter Unternehmen</li> <li>■ ähnliche kotierte Unternehmen Gegenwärtige Aktienpreise von börsenkotierten Unternehmen die vergleichbare Aktivitäten haben</li> </ul>	<p>solche identifiziert werden können</p> <p>solche identifiziert werden können</p>
<b>Ertragswerte</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Dividenden Ausgeschüttete und prognostizierte Dividenden</li> <li>■ Gewinne Erfolgsrechnungen der Vorjahre und/oder Budget des laufenden Jahres</li> <li>■ Cash-Flows Letzte Erfolgsrechnung, Budgets der kommenden 3 bis 5 Jahre, langfristige Aussichten, Investitionsvorhaben</li> </ul>	<p>das Unternehmen kotiert ist und regelmässig Dividenden ausschüttet Gewinne vorhanden sind</p> <p>die Zukunftsentwicklung budgetiert werden kann</p>

Glaubwürdigkeit wird jedoch gering. Ferner ist es meistens leicht, den berechneten Wert zu manipulieren, vor allem nach oben.

## Vorgehen bei einer DCF-Bewertung

Bei der DCF-Methode geht man vom Budget des Unternehmens aus. Das Budget – oder in erweiterter Form, der Business Plan – ist eines der wichtigsten Werkzeuge eines Unternehmens. Es wird für die Unternehmensplanung verwendet, dem Verwaltungsrat vorgelegt sowie bei Verhandlungen mit Banken und Investoren eingesetzt.

Es sollten wenn möglich 3 - 5 Jahre budgetiert werden. Aus dem operativen Gewinn werden die sogenannten "Free Cash-Flows" entwickelt. Diese stellen die in der Zukunft anfallenden, für die Kapitalgeber zur Verfügung stehenden Mittel dar. Um den Barwert zu berechnen, müssen sie auf den Bewertungstag zurückdiskontiert werden. Der sogenannte Restwert ("Residual Value") darf dabei nicht vergessen werden. Er sollte anhand einer ewigen Rente ("Perpetual formula") berechnet werden.

Der Diskontierungsfaktor hat einen sehr grossen Einfluss auf die Bewertung. Er setzt sich aus einem gewichteten Durchschnitt der Eigenkapitalverzinsung und der Fremdkapitalverzinsung nach Steuern zusammen und wird mit der "Weighted Average Cost of Capital" (WACC)-Formel berechnet. Die Fremdkapitalkosten werden von der Bank gegeben, der Eigenkapitalzins-satz ("Required Return on Equity") entspricht der Verzinsung, die der Kapitalgeber erwartet und hängt stark vom Risiko der Investition ab.

Die Eigenkapitalverzinsung kann mit dem sogenannten "Capital Asset Pricing Model" (CAPM) berechnet oder einfach überschlagsmässig gewählt werden. Weil KMU wegen ihrer geringen Grösse als risikoreich angesehen wer-

theoretisch richtigste Methode und lässt sich universell einsetzen.

Ihr grösster Vorteil ist, dass sie alle erfassbaren Einflüsse auf das Unternehmen bewertet und die zeitliche Entwicklung berücksichtigen kann. Sie lässt sich somit vor allem gut bei Unternehmen einsetzen, die sich – wie viele KMU sehr rasch entwickeln oder im Umbruch sind, d.h. Unternehmen, deren momentaner Zustand für den Wert nicht repräsentativ ist.

Eventuelle nicht-operative Aktiven wie Wertschriften-Depots, Kunstgegenstände oder Ferienhäuser werden separat zum Liquidationswert bewertet und

zum Gesamtwert addiert. Operative Aktiven wie Produktionsanlagen, Einrichtungen, angefangene Arbeiten und Debitoren werden hingegen nicht individuell bewertet, sondern als Teile des Bewertungsobjektes betrachtet. Falls die betrieblich notwendigen Aktiven nicht in ausreichendem Masse vorhanden sind, muss die Bewertung entsprechend angepasst werden.

Die DCF-Methode hat aber einen schwerwiegenden Nachteil: Die Zukunftsentwicklung des Bewertungsobjektes muss zuverlässig abgeschätzt werden. Ist dies nicht möglich, lässt sich zwar eine Bewertung erstellen, ihre

## Cash-Flow Berechnung (CHF '000)

		1998	1999	2000	2001	2002
Umsatz		2348	4124	5341	6002	6987
Warenkosten	16%	376	660	855	960	1118
<b>Deckungsbeitrag</b>		<b>1972</b>	<b>3464</b>	<b>4486</b>	<b>5042</b>	<b>5869</b>
Personalaufwand		1235	1550	1680	1960	2210
Marketingaufwand		500	600	850	1050	1300
Andere Aufwände		300	400	500	600	700
<b>Operativer Gewinn</b>		<b>-63</b>	<b>914</b>	<b>1456</b>	<b>1432</b>	<b>1659</b>
Ertragssteuern	25%	0	229	364	358	415
<b>NOPLAT (Net Oper.Pr.Less Adj.Tax)</b>		<b>-63</b>	<b>686</b>	<b>1092</b>	<b>1074</b>	<b>1244</b>
Debitoren		391	687	890	1000	1165
Kreditoren		-31	-55	-71	-80	-93
<b>Nettoumlaufvermögen</b>		<b>360</b>	<b>632</b>	<b>819</b>	<b>920</b>	<b>1071</b>
Abschreibungen		-100	-120	-140	-175	-200
Veränderungen NUV		60	272	187	101	151
Investitionen		546	982	350	200	300
<b>Investitionen abz. Abschreibungen</b>		<b>506</b>	<b>1134</b>	<b>397</b>	<b>126</b>	<b>251</b>
<b>Free Cash-Flow</b>		<b>-569</b>	<b>-449</b>	<b>696</b>	<b>947</b>	<b>993</b>
Diskontierungssatz	20%					
Langfr. Wachstum nach 2002	3%					
Restwert						6018
Barwert (01.01.98)		7637				
Fremdkapital		-865				
Nicht operative Aktiven		550				
<b>Nettobarwert</b>		<b>7322</b>				

realistisch und pessimistisch) erstellt und bei Bedarf eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen werden.

## Schlussbemerkungen

Eine sorgfältig erstellte Unternehmensbewertung ist bei jeder Veränderung der Besitzerstruktur wie Nachfolge, Mitarbeiterbeteiligungen oder Finanzierung durch Venture Capital Unternehmen wichtig. Die Bewertung kann von einer Seite als Verhandlungsargument erstellt und eingesetzt werden oder von einer neutralen, aussenstehenden Instanz zur Preisfindung erarbeitet werden. Die Unterstützung eines Bewertungsspezialisten ist dabei unerlässlich.

Weiter soll man beachten:

- Müssen Anpassungen für erschwerte Verkäuflichkeit – bei KMU oft der Fall – oder wegen Minderheitsanteilen vorgenommen werden?
- Der Käufer soll auf einem Due Diligence (rechtliche und revisionsmäßige Überprüfung) bestehen.
- Ein Minderheitsaktionär sollte bereits beim Kauf einen Exit-Szenario planen, z.B. durch Vereinbaren eines Rückverkaufsrechtes seiner Anteile nach einer bestimmten Zeitspanne, z.B. 3 bis 5 Jahre.

Eine Bewertung ist nicht der Ausdruck für den Preis eines Unternehmens – dieser wird in Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer ermittelt – sie ist aber eine wertvolle Unterstützung in einer Verhandlungssituation, bei der es gilt, die eigene Position durch rationale Argumente zu stärken. Eine professionell erstellte Unternehmensbewertung kann dabei ein wichtiges Mittel sein.

\*Kim Ludvigsen

Dipl.Ing. ETH und MBA Insead,  
 Geschäftsführer der Schweizer  
 Beteiligungsgesellschaft  
 Telefutura Investments,  
 Zürich

den, wird meistens eine hohe Eigenkapitalverzinsung gewählt, z.B. 20% oder 25%.

Der Barwert stellt den Wert für die Kapitalgeber (von Fremd- und Eigenkapital) dar. Aus diesem Grund werden im DCF-Modell keine Zinsbelastungen berücksichtigt. Um den Nettobarwert für die Aktionäre zu berechnen, muss der Wert des Fremdkapitals abgezogen werden.

Eine DCF-Bewertung kann wie folgt aussehen:

Bei einer DCF-Bewertung muss man folgende kritische Fragen stellen:

- Alle Annahmen im Bewertungsmodell sollten beschrieben und begründet sein.

- Das Modell sollte hinsichtlich der Plausibilität untersucht werden. Sind die budgetierten Umsätze realistisch? Wie werden sie erreicht? Wie gut sind die Vertriebskanäle? Sind die angenommenen Investitionen ausreichend?

- Wurden unabhängige Marktstudien für die Budgetierung verwendet? Wurde eine Konkurrenzanalyse erstellt?

- Ein DCF-Modell ist vor allem von einem Verkäufer leicht manipulierbar. Durch kleine Veränderungen an Schlüsselfaktoren kann der Nettobarwert massgebend beeinflusst werden. Wer hat die Bewertung erstellt?

Bei grosser Unsicherheit einer Unternehmensentwicklung sollten verschiedene Szenarien (z.B. optimistisch,