

Christoph Mücher

Unternehmensbewertung

Grundlagen – Methoden – Übungen

4. Auflage

Christoph Mücher

Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertung

Grundlagen – Methoden – Übungen

Christoph Mücher

4. Auflage 2020

orell füssli Verlag



Christoph Mücher, dipl. Wirtschaftsprüfer und dipl. Experte für Rechnungslegung und Controlling, war erfahrener Mandatsleiter mit Praxis in Treuhand, Wirtschaftsprüfung und Finanz- und Rechnungswesen verschiedenster Branchen. Er war nebenamtlicher Dozent an Wirtschafts- und Kaderschulen, Prüfungsexperte bei Fachprüfungen und Mitglied der Prüfungskommission Höhere Prüfungen für Fachleute im Rechnungswesen und Controlling, Fachkommission BWL.

4. Auflage 2020

Orell Füssli Verlag, www.ofv.ch

© 2020 Orell Füssli Sicherheitsdruck AG, Zürich

Alle Rechte vorbehalten

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Dadurch begründete Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Vervielfältigungen des Werkes oder von Teilen des Werkes sind auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie sind grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen werden straf- und zivilrechtlich verfolgt.

ISBN 978-3-280-07447-3 Print

ISBN 978-3-280-09468-6 E-Book

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter www.dnb.de abrufbar.

Vorwort

In den Zeitungen lesen wir fast täglich von grösseren und kleineren Unternehmenszusammenschlüssen und Fusionen. Gesellschaften werden gekauft und nach ein paar Jahren wieder verkauft, da der erwartete Mehrnutzen nicht eingetroffen ist. Ein Grossaktionär verkauft seine Gesellschaft an einen Konzern, eine Schweizer Versicherung kauft eine andere Versicherung, eine Grossbank übernimmt eine Regionalbank. Meist werden bei diesen Transaktionen Hunderte von Millionen als Kaufpreis für ein Unternehmen bezahlt. Wie kommt ein solcher Kaufpreis zustande? Woher wissen die Manager, was ein Unternehmen mit mehreren Tochtergesellschaften, Hunderten von Filialen und Tausenden von Mitarbeitern wert ist? Wissen sie überhaupt, was sie erwerben? Ein Unternehmen mit Mitarbeitenden (mit ihren Erwartungen, Hoffnungen, Sorgen), mit Beziehungen zu Kunden und Lieferanten.

Ist der Preis, der in solchen Fällen ermittelt wird, fundiert? Gibt es Methoden, mit denen wir den Wert eines Unternehmens berechnen können? Oder ist alles nur das Ergebnis nächtelanger Verhandlungsrunden zwischen nervenstarken Managern und dem Spiel der Marktwirtschaft, d.h. Angebot und Nachfrage?

Die Antwort: Der Wert eines Unternehmens basiert auf dem inskünftig zu erwartenden Nutzen. Alles, was in der Zukunft liegt, ist mit Chancen und Risiken verbunden. Für die Berechnung des Unternehmenswertes werden Budgets, Planrechnungen und Schätzungen beigezogen. Es bleibt aber immer ein Bewertungsspielraum. Jede Bewertung ist mit subjektiven Elementen behaftet und letztlich eine persönliche Einschätzung. Und schliesslich werden Kauf- und Verkaufspreise in Verhandlungen festgelegt. Hier bleibt Raum für Taktiken und Strategien.

Eine Studie der Unternehmungsberatung The Boston Consulting Group zeigte, dass sich in Krisenzeiten Übernahmen und Fusionen eher lohnen als beim Aufschwung. Unternehmen werden in einer Rezessionsphase generell tiefer bewertet.

Gemäss verschiedenen, in den Ergebnissen übereinstimmenden Studien vernichten mehr als 60% sämtlicher Transaktionen Shareholder Value und nur 20% der Transaktionen generieren einen Mehrwert. D.h., die Übernahmen und Fusionen führten bei mehr als 60% der Transaktionen zu Fehlinvestitionen. Ein Wirtschaftsführer sagte einmal, es lasse sich erst nach einiger Zeit beurteilen, ob der Kaufpreis für ein Unternehmen angemessen gewesen sei.

Herrenschwanden, November 2019 Christoph Mücher

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Inhaltsverzeichnis	6
Abkürzungsverzeichnis	9
1 Grundlagen der Unternehmensbewertung	11
1.1 «Wert» und «Preis» eines Unternehmens	11
1.2 Risiken und Chancen bei Firmenakquisitionen	14
1.3 Gründe für den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens	15
1.4 Arbitriumswert / Entscheidungswert / Argumentationswert	18
1.5 Wertbegriffe	22
1.6 Zukunftserwartungen / Planungsrechnungen	25
1.7 Der theoretisch richtige Bewertungsansatz	30
1.8 Brutto- / Netto-Methode	33
2 Steuern	37
2.1 Kapitalsteuern / Stempelsteuern / Gewinnsteuern	37
2.2 Latente Steuern	39
3 Zinssatz / Kapitalkostensatz / WACC	43
3.1 Aufgaben und Bedeutung des Kapitalisierungszinsfusses	43
3.2 Bestimmung und Anwendung des Kapitalkostensatzes / WACC	47
4 Verfahren der Unternehmensbewertung	55
4.1 Bewertungsmethoden	55
4.2 Wozu wird der Substanzwert ermittelt?	56
4.3 Grundsätze für die Ermittlung des Substanzwertes	59
4.4 Ertragswert-Methode	63
4.5 Mittelwert- oder Praktiker-Methode	69
4.6 Übergewinn-Methode / Goodwill-Rentendauer	71
4.7 Grundsätzliches zur DCF-Methode	74
4.8 Details zur Berechnung des Free Cashflows	79
4.9 Grundsätzliches zur EVA-Methode	86
4.10 Equity Equivalents und Conversions	94
5 Denksportaufgaben	97
5.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung	97
5.1.1 Synergieeffekt / Abweichung Kaufpreis und Unternehmenswert / IPO	97

5.1.2 Gründe für Kauf / Verkauf eines Unternehmens / Management-Buy-out	98
5.1.3 Unterlagen für Unternehmensbewertung / externe Faktoren	98
5.1.4 Daten und Informationen beim Kauf einer Liegenschaft / Wertbegriffe	98
5.1.5 Risiken bei Absatzplanung	99
5.2 Zinssatz / Kapitalkostensatz / WACC	99
5.2.1 Bestimmen des WACC / Kapitalkostensatzes	99
5.3 Verfahren der Unternehmensbewertung «statisch»	101
5.3.1 Substanzwert	101
5.3.2 Grundsätze bei der Ermittlung des Substanzwertes	102
5.3.3 Ertragswert	104
5.3.4 Praktiker-Methode	105
5.3.5 Gesamtaufgabe Substanzwert / Ertragswert / Praktiker-Methode	106
5.4 Verfahren der Unternehmensbewertung «dynamisch»	110
5.4.1 DCF-Methode	110
5.4.2 Investitionen und Veränderung Netto-Umlaufvermögen	113
5.4.3 EVA / Spread	114
5.4.4 DCF- und EVA-Methode	115
5.4.5 EVA und Equity Equivalents	118
6 Gesamtaufgaben	123
6.1 Kapitalkostensatz / WACC	123
6.2 Beta / WACC	123
6.3 Beta / WACC	124
6.4 Aufteilung der Zinskosten	125
6.5 Aufteilung der Zinskosten	127
6.6 Ziel-Gewinn / Ziel-NOPAT / Spread	128
6.7 Anwendung Spread	132
6.8 Substanzwertberechnung MIRA AG	132
6.9 Latente Steuern / Substanzwert netto	138
6.10 Ertragswertberechnung MIRA AG	140
6.11 Fragen zum Substanzwert und Ertragswert	143
6.12 Latente Steuern / Unternehmenswert Praktiker- und Übergewinn-Methode	144
6.13 Unternehmenswert nach der Praktiker-Methode	147
6.14 Unternehmenswert nach der Übergewinn-Methode	152
6.15 Praktiker-Methode und Goodwill-Rentendauer	156
6.16 Fragen zur Praktiker- und Übergewinn-Methode	158
6.17 Anwendung Praktiker- und Übergewinn-Methode	159
6.18 Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) CAMA AG	161

6.19 Unternehmenswert nach der DCF- und der Praktiker-Methode	164
6.20 EVA-Methode CAMA AG	167
6.21 Unternehmenswert nach der DCF- und EVA-Methode	171
6.22 Unternehmenswert nach der DCF- und EVA-Methode	174
6.23 Unternehmenswert nach der EVA- und DCF-Methode	175
6.24 Unternehmenswert nach der EVA- und DCF-Methode	179
6.25 DCF-Methode.....	183
6.26 DCF-Methode mit Ertragswachstum.....	185
6.27 DCF-Methode.....	186
6.28 Unternehmenswert DCF-Methode / Entity-Ansatz.....	187
6.29 Unternehmenswert EVA- und DCF-Methode / Entity-Ansatz	188
6.30 Berechnen Free Cashflow	193
6.31 Free Cashflow	196
6.32 EVA	198
6.33 Unternehmenswert nach der EVA-Methode	201
6.34 Fragen zur DCF-Methode.....	203
6.35 Fragen zur Behandlung von Steuern und EVA-Methode	204
6.36 Anwendung EVA-Methode.....	205
6.37 Anwendung DCF-Methode.....	206
6.38 EVA-Methode mit und ohne Berücksichtigung von stillen Reserven	207
6.39 EVA-Methode mit Forschungs- und Entwicklungskosten	208
6.40 Unternehmenswert EVA-Methode / Entity- / Equity-Ansatz	213
6.41 Spread / ROIC / WACC / EVA-Methode	215
7 Abzinsungstabellen	219
Stichwortverzeichnis	223

Abkürzungsverzeichnis

BIP	Bruttoinlandsprodukt
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Preismodell für Kapitalgüter)
DCF	Discounted Cashflow (abgezinster Zahlungsstrom)
d.h.	das heisst
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern)
EK	Eigenkapital
etc.	et cetera
EVA	Economic Value Added (Geschäftswertbeitrag)
EW	Ertragswert
f./ff.	folgende/fortfolgende
F & E	Forschung und Entwicklung
FCF	Free Cashflow (freier Cashflow, «frei verfügbare Mittel»)
FK	Fremdkapital
GK	Gesamtkapital
inkl.	inklusive
IPO	Initial Public Offering (Börsengang, «Going Public»)
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
LL	Lieferungen und Leistungen
MVA	Market Value Added (Marktwertzuwachs)
NOA	Net Operating Assets (investiertes Betriebskapital, «betriebliches Nettovermögen»)
NOPAT	Net Operating Profit After Tax (Gewinn vor Zinsen nach Steuern)
NUV	Netto-Umlaufvermögen
p.a.	per annum (pro Jahr)
resp.	respektiv
ROIC	Return on Invested Capital (operative Rentabilität)
SPI	Swiss Performance Index

SW	Substanzwert
TCHF	Tausend Schweizer Franken
u.a.	unter anderem/und andere
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichteter Gesamtkapitalkostensatz)
VJ	Vorjahr
z.B.	zum Beispiel

1 Grundlagen der Unternehmensbewertung

1.1 «Wert» und «Preis» eines Unternehmens

Zwischen dem «berechneten/erwarteten» Unternehmenswert, dem bezahlten Preis und dem «tatsächlichen Wert» eines Unternehmens können wesentliche Differenzen bestehen. Wenn die These aufgestellt wird, dass der tatsächliche Wert eines Unternehmens erst zwei, drei Jahre nach dem Kauf ersichtlich wird, zeigt uns die Praxis, dass der bezahlte Preis in über 50% der Übernahmen teilweise weit über dem tatsächlichen Wert des erworbenen Unternehmens lag. Abschreibungen in Millionen- und Milliardenhöhe sind die Folgen davon.

«Wert» und «Preis» bilden nach allgemeiner Auffassung eigenständige Begriffe. In diesem Kapitel sollen die Unterschiede zwischen «Unternehmenswert» und «Unternehmenspreis» dargelegt sowie die wichtigsten Einflussfaktoren diskutiert werden.

Unter «Preis» verstehen wir das Entgelt, welches für ein Objekt (z.B. ein Unternehmen) zwecks Eigentumsübertragung zu bezahlen ist. Demgegenüber ist der «Wert» ein viel komplexerer Begriff. Der Wertbegriff enthält einerseits eine subjektive Einschätzung, welche sowohl von der «Schätzmethode» als auch von der aktuellen Situation mitbestimmt wird. Insofern stellen Werte immer subjektive Nutzensvorstellungen dar. Andererseits wird in der mikroökonomischen Entscheidungstheorie der Wert als Grenzpreis definiert. Dies bedeutet für uns, dass Bewertungen immer vor dem Hintergrund einer (subjektiven) Alternativanlage vollzogen werden.

Im Rahmen von Unternehmensbewertungen bilden die Bewertungsgutachten die Basis für die Festlegung des Unternehmenspreises. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Faktoren, wie zum Beispiel Budgets, erwartete Trends und Kapitalisierungszinssatz, werden in diesen Gutachten dargelegt und einer eingehenden Prüfung unterzogen. Häufig werden Unternehmenswerte bzw. die verwendeten Daten und Faktoren zusätzlich durch eine Due-Diligence-Prüfung oder durch eine Second Opinion validiert. Im Bewertungsgutachten wird in der Regel kein exakter Unternehmenswert ausgewiesen, sondern nur eine Bandbreite (ein sogenannter «range») aufgezeigt, innerhalb welcher sich der Unternehmenswert bewegt.

Der effektiv bezahlte Preis für ein Unternehmen kann von diesem berechneten Unternehmenswert unter Umständen wesentlich abweichen. Es gibt viele Gründe, weshalb zwischen dem bezahlten Preis und dem berechneten Wert ein

Unterschied besteht. Einige Faktoren sollen anhand des untenstehenden Beispiels diskutiert werden:

Beispiel

Als Geschäftsleitungsmitglied einer Tochtergesellschaft des Konzerns MXL wurden Sie beauftragt, die vertraulichen Verhandlungen mit einem potenziellen Käufer zu führen. Als Basis für den Verkauf der Tochtergesellschaft hat die Beratungsgesellschaft CPA ein Bewertungsgutachten erstellt. Der Unternehmenswert liegt laut dieser Expertise zwischen CHF 90 bis 95 Millionen. Sie haben die Vollmacht, bei einem Preis innerhalb dieser Bandbreite definitiv abzuschliessen.

Lehnen Sie sich zurück (schauen Sie, was der andere macht, ah, der macht auch nichts, Sie können sich weiter zurücklehnen) und überlegen Sie, welche Erwartungen Sie und der Verwaltungsrat bei dieser geplanten Transaktion haben könnten. Nehmen Sie sich dazu ein paar Minuten Zeit und notieren Sie auf einem Blatt Papier:

- Gedanken zu den Erwartungen der anderen Mitglieder der Geschäftsleitung, des Verwaltungsrates und der Aktionäre;
- Gedanken zu den persönlichen Konsequenzen, welche der Verkauf für Sie haben könnte (55-jähriger Mitarbeiter).

Die anderen Mitglieder der Geschäftsleitung, der Verwaltungsrat und die Aktionäre könnten zum Beispiel die folgenden Erwartungen hegen:

- Der Unternehmenswert ist mit CHF 95 Millionen zu tief, das Ziel der Verhandlung muss sein, mit einem Verkaufspreis von über CHF 100 Millionen abzuschliessen.
- Welche Überlegungen macht der potenzielle Käufer, weshalb will er unser Unternehmen kaufen (Synergieeffekte, Ausschalten der Konkurrenz, Wachstum mittels Erwerb von Unternehmen, hat zu grosse Liquidität und will Beteiligungen akquirieren)?
- Bei welchen Faktoren im Bewertungsgutachten besteht ein Handlungsspielraum, damit der Unternehmenswert höher wird (tieferer Kapitalisierungszinssatz, höheres Wachstum als geplant, tiefere Kosten, höhere Erträge, Reingewinne, Cashflows usw.)?
- Gibt es noch andere potenzielle Käufer, welche mehr bieten?
- Warum wollen wir verkaufen (z.B.: Der Hauptaktionär will sich vom Geschäft zurückziehen, die Geschäftstätigkeiten des Unternehmens gehören nicht zum Kerngeschäft des Konzerns, zu klein, um in Zukunft allein auf

dem Markt bestehen zu können, siehe auch Kapitel 1.3: Gründe für den Kauf und Verkauf eines Unternehmens)?

- Besteht, wenn wir noch zuwarten, eine Chance, dass der Unternehmenswert bzw. der Verkaufspreis wesentlich höher sein könnte?

Oder ein paar subjektive Überlegungen (werden meist nicht offen dargelegt):

- Ich bin bereits 55-jährig, einen vergleichbaren Job finde ich nicht mehr. Das Ziel der Verhandlung muss vor allem darin liegen, für mich und dann allenfalls für die anderen Mitglieder der Geschäftsleitung, welche nicht weiterbeschäftigt werden, eine möglichst grosse Abfindungssumme im Verhandlungspaket unterzubringen. Ob das Unternehmen mit 90 oder 95 Millionen verkauft wird, ist mir persönlich egal.
- Was schaut für mich heraus, wenn ich bei den Verhandlungen mit einem Preis über 95 Millionen abschliessen kann?
- Wenn ich für einen möglichst hohen Verkaufspreis keinen besonderen Anreiz habe, kann ich den Deal mit einem tieferen Preis, zum Beispiel 90 Millionen, abschliessen? Für mein Entgegenkommen und meine Flexibilität bei diesen Verkaufsverhandlungen erhalte ich (oder eine von mir beherrschte Gesellschaft) einen «Beratungsauftrag» von 1 bis 2 Millionen.
- Wenn ich die Verhandlungen scheitern lasse, was passiert dann?

Anhand von diesem Beispiel haben Sie gesehen, dass in der Regel die Unternehmensbewertung die Basis für die Bestimmung des Preises bildet. Neben dem Unternehmenswert fliessen weitere objektive und subjektive Verkaufsargumente in die Preisbildung ein.

Grafisch können wir unsere Überlegungen wie folgt darstellen:

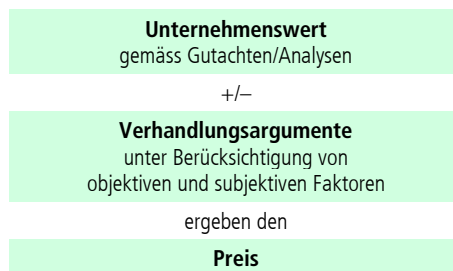


Abbildung 1: Unternehmenswert und Preis

Zusammenfassung

Für die Festlegung des Kauf- oder Verkaufspreises eines Unternehmens (gilt analog für Unternehmenszusammenschlüsse, Festsetzung des Aktienpreises bei Going Public, Management-Buy-out usw.) werden meist vorerst Unternehmensbewertungen durchgeführt. Dabei können externe Berater beigezogen werden. Bei der Berechnung des Unternehmenswertes besteht ein Bewertungsspielraum.

Bei den Kauf- bzw. Verkaufsverhandlungen werden weitere Argumente sowie objektive und subjektive Faktoren eingebracht, welche letztlich die Höhe des bezahlten Preises für das Unternehmen bestimmen.

Im Weiteren haben die üblichen Marktkräfte wie Angebot und Nachfrage, Konjunkturzyklen, die Verfassung der Finanzmärkte («Bären-» oder «Bullen-Markt») und die Kapitalzinsen einen Einfluss auf den Unternehmenswert bzw. den Unternehmenspreis.

1.2 Risiken und Chancen bei Firmenakquisitionen

Akquisitionen von ganzen Unternehmen haben meist weitreichende Auswirkungen auf die betroffenen Gesellschaften. Neben den betriebswirtschaftlichen Aspekten (zukünftige Erträge, Cashflows, Budgets, Finanzpläne, Finanzierung, Konkurrenz usw.) sind auch menschliche, wettbewerbspolitische und ökologische Gesichtspunkte zu beachten.

Folgende Faktoren können die Erfolgsaussichten einer Akquisition positiv oder negativ beeinflussen:

Faktoren	Chancen	Risiken
Strategie/Geschäftspolitik	Akquisition passt zur Strategie, damit können neue Geschäfts-, Produkt- und Marktgebiete aufgebaut werden.	Der Aufbau von neuen Gebieten kostet zu viel bzw. der erwartete Erfolg, Cashflow wird nicht erreicht. Kräfte werden verzettelt.
Übernahmepreis/Unternehmensbewertung	Die Preisfindung erfolgte auf realistischen Erwartungen (welche in der Folge auch erfüllt werden). Planrechnungen sind plausibel. Die Synergien übertreffen die Erwartungen.	Synergiehoffnungen, die nicht erfüllt werden, mangelnde Durchsetzung und falsche Entscheide führen zu unrealistischen Erwartungen. Zu hoher Preis für die Akquisition.
Integration der Akquisition	Zeitlich, sachlich und menschlich optimale Integration der Unternehmen. Wenn die Kultur stimmt, arbeiten die Mitarbeitenden motiviert mit.	Durch die Reorganisation wird das Know-how zerschlagen, die Integration dauert zu lange, das Management ist überfordert, Demotivation der Mitarbeitenden.

Unrealistische Strategien, Selbstüberschätzungen des Managements, falsche Zusammensetzung von Projektteams, zu wenig Managementkapazitäten und Vernachlässigung von kulturellen Aspekten können zum «Desaster» führen.

Zusammenfassung

Bei Unternehmenszusammenschlüssen und Fusionen sind neben den finanzwirtschaftlichen Aspekten weitere Faktoren zu beachten.

Chancen und Risiken sind aufzuzeigen und abzuwägen. Mit Akquisitionen können neue Geschäfts-, Produkt- und Marktgebiete aufgebaut werden. Bei falschen strategischen Entscheidungen, unrealistischen Erwartungen, überhöhten Kaufpreisen und Nichtbeachten von kulturellen Aspekten werden die erhofften «Mehrwerte» meist nicht realisiert.

1.3 Gründe für den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens

Die Anlässe für eine Unternehmensbewertung sind in der Praxis vielfältig. In diesem Kapitel sollen die wichtigsten Bewertungsanlässe dargestellt werden. Ebenfalls wird der übliche Aufbau eines Bewertungsgutachtens vorgestellt.

Vielfach werden Bewertungen von Unternehmen oder Unternehmensteilen bei Handänderungen (insbesondere Kauf und Verkauf von Unternehmen; englisch: «Mergers and Acquisitions») vorgenommen. Wie wir im Kapitel 1.1 gesehen haben, bildet in der Regel eine Unternehmensbewertung die Basis für Kauf- bzw. Verkaufsverhandlungen.

Die Käufe und Verkäufe von Unternehmen bilden in der heutigen globalisierten Welt einen wichtigen Bestandteil des Wirtschaftslebens. Dabei können u.a. die folgenden Motive für den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens massgebend sein:

Gründe für einen Kauf	Gründe für einen Verkauf
• Marktanteil erhöhen • Ausschalten von Konkurrenten • Anstreben einer Monopolstellung • Diversifikation • Erwerb von Patenten, Lizenzen (Einkauf in Technologie) • Ausschöpfung von Synergieeffekten • Aufbau eines Standbeins in einem anderen Land (geografische Expansion)	• Fokussierung (Beschränkung auf das Kerngeschäft), Verkauf der anderen Geschäftsbereiche • Nachfolgeprobleme • Finanzierungs- oder Managementprobleme • Ungenügende Ertragslage • Druck von Dritten (Banken, Kunden, Lieferanten, Hauptaktionäre, Konkurrenz etc.)

Unternehmen mit hohem Substanzwert und tiefem Ertragswert können für Investoren mit kurzfristigem Anlagehorizont interessant sein. Der Unternehmenswert ist bei dieser Konstellation eher tief, d.h., die Substanz kann relativ günstig erworben werden. Nach der Übernahme werden die verwertbaren Aktiven (Liegenschaften, welche anders genutzt werden können) «versilbert» und der Gewinn realisiert.

Neben den Handänderungen von Unternehmen resp. Unternehmensteilen stellen die folgenden geschäftlichen Transaktionen zusätzliche Anlässe für eine Unternehmensbewertung dar:

- Fusionen, Entflechtungen, Umwandlungen von Unternehmen
- Gründung einer Gesellschaft mit Sacheinlage
- Teilungen nach Erbrecht oder ehelichem Güterrecht (Scheidungen)
- Festsetzung des Emissionskurses bei (Aktien-)Kapitalerhöhungen (inkl. Bestimmung des Agios), Festlegung des Ausgabekurses bei einem Going Public/IPO (Initial Public Offering)
- Management-Buy-out: Verkauf der Unternehmen an das Management
- Erhöhung, Verlängerung oder Aufnahme von Krediten, Sanierungen (Nachweis der Bonität und der Zukunftschancen für Banken und für andere Gläubiger)
- Gerichtliche, schiedsgerichtliche und aussergerichtliche Auseinandersetzungen, bei denen der Unternehmenswert eine Rolle spielt (Enteignungen, Schadensfälle, Versicherungsfälle, Ausscheiden eines Teilhabers/Hauptaktionärs)
- Aufnahme von neuen Gesellschaftern
- Nachweis des effektiven Wertes von erworbenem Goodwill bei Rechnungslegung nach IFRS (sogenannter Impairment Test)
- Im Rahmen des Value Based Management (wertorientierte Unternehmensführung), Bewertung von Geschäftsfelderstrategien, wertorientierte Vergütung von Managern.

Um einen möglichst objektiven Unternehmenswert zu erhalten, werden u.a. Treuhand- und Beratungsgesellschaften mit der Bewertung von Unternehmen beauftragt. Zusehends führen auch die Spezialabteilungen «Mergers and Acquisitions» resp. «Corporate Finance» von Banken und Finanzgesellschaften (Beratung, Vermittlung und Finanzierung bei Erwerb von Unternehmen) regelmässig Unternehmensbewertungen durch (wenn im Nachhinein nicht der gewünschte/erwartete Erfolg eintritt, sind die Spezialisten «schuld»).

Dabei treten die Banken vermehrt bei Kapitalerhöhungen und bei der Festlegung des Emissionspreises beim Going Public (IPO) als Berater auf. Hier wird neben dem Wert der Unternehmen die Konjunkturlage, die Börse und die Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklung sowie die Liquidität des Kapitalmarktes mitberücksichtigt.

Die Gutachten/Expertisen können je nach Grösse der Unternehmen inkl. Beilagen über 100 Seiten aufweisen.

Beispiel

Sie sind in einer Beratungsgesellschaft tätig, welche u.a. auch Unternehmensbewertungen durchführt. Sie haben von der Gesellschaft MLX den Auftrag erhalten, für ein allfälliges Management-Buy-out den Unternehmenswert zu ermitteln. Ihr Gutachten soll als Basis dienen, damit der Übernahmepreis der Aktien bestimmt werden kann. Nach zwei Wochen liegen die Berechnungen vor und Sie erstellen zusammen mit Ihrem Assistenten den Bericht. Dieser hat bis anhin noch keinen solchen Bericht erstellt und möchte von Ihnen wissen, wie dieses Gutachten etwa aufgebaut sein könnte, damit er einen Entwurf vorlegen kann.

Lehnen Sie sich zurück (schauen Sie, was der andere macht, ah, der macht etwas, Sie können sich weiter zurücklehnen, denn das, was er macht, ist sinnlos) und überlegen Sie sich, wie dieser Bericht gegliedert werden könnte und welcher Aufbau möglich wäre. Nehmen Sie sich dazu ein paar Minuten Zeit und notieren Sie diese auf einem Blatt Papier.

Hier ein Vorschlag für den Berichtsaufbau (andere Varianten sind ebenfalls möglich).

Zusammenfassung des Ergebnisses/Management Summary:

- Abgrenzung des Auftrages. Es sind die wesentlichen Punkte des Mandats festzuhalten und die Zuständigkeiten aufzuzeigen. Hinweise auf mögliche Problemfelder, die nicht abschliessend beurteilt/bewertet werden können. Abgrenzung der Verantwortlichkeiten. Was ist nicht Gegenstand des Auftrags?
- Wer ist Auftraggeber (bisherige Inhaber/Hauptaktionär, die Geschäftsleitung des Unternehmens = dieselben Leute, welche am Management-Buy-out interessiert sind); Unabhängigkeit, objektive Ermittlung des Unternehmenswertes kann tangiert werden, je nach Auftraggeber.
- Welche Unterlagen sind für die Bewertung verwendet worden (Bilanz per Stichtag xx, Budgets/Planungsrechnungen für die Jahre xx usw.)?

- Allgemeine Ausführungen zur Unternehmensbewertung und zur verwendeten Bewertungsmethode.
- Ausführungen und Erläuterungen zum verwendeten Kapitalkostensatz (Zinssatz).
- Erläuterungen zu den Planungsrechnungen/Entwicklung/Trends.
- Je nach Bewertungsmethode Erläuterungen zum Substanzwert, zum Ertragswert, zur Berechnung des Free Cashflows, zur Berechnung des Unternehmenswertes nach der EVA-Methode usw.
- Berechnung des Unternehmenswertes, allenfalls Erläuterungen zur Bandbreite des Unternehmenswertes.
- Schlusswort und Dank an die beteiligten Mitarbeitenden und an den Auftraggeber, Datum, Unterschrift.
- In den Anhängen können die Details zu den verwendeten Unterlagen (Bilanz per Stichtag, Planungsrechnungen, Budgets usw.) beigelegt werden.

Zusammenfassung

Die Anlässe für eine Unternehmensbewertung sind vielfältig. Meist wird beim Kauf oder Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen eine Unternehmensbewertung durchgeführt.

Das Ziel ist in der Regel eine möglichst objektive Bewertung des zukünftigen Nutzens der Unternehmen, d.h. des betriebswirtschaftlichen Wertes der Unternehmen.

Unternehmensbewertungen können ebenfalls bei Fusionen und Zusammenschlüssen, IPO, Management-Buy-outs, Impairment-Tests nach IFRS, gerichtlichen Auseinandersetzungen, Erhöhungen des Aktienkapitals usw. erfolgen.

1.4 Arbitriumswert / Entscheidungswert / Argumentationswert

Bevor eine Unternehmensbewertung durchgeführt wird, ist zu bestimmen, warum und für welchen Zweck diese durchgeführt wird. Wenn ein Berater/Experte beigezogen wird, sind im Auftrag die Zielsetzung und die Funktion des Gutachters klar festzulegen. Bei den im Kapitel 1.3 aufgeführten Anlässen ist auch zu überlegen, ob mit dem Gutachten ein

- Arbitriumswert (ermitteln eines objektiven betriebswirtschaftlichen Unternehmenswertes)

- Entscheidungswert (zu welchem Preis ist es wirtschaftlich noch sinnvoll zu kaufen bzw. zu verkaufen, wo liegt der Grenzpreis/die Limite?)
- Argumentationswert (welche Argumente unterstützen den Verkäufer, einen möglichst hohen Preis zu erzielen, bzw. den Käufer, einen tiefen Preis zu entrichten?)

ermittelt werden soll.

Handelt es sich um ein «Parteigutachten» oder wurde die Bewertung nach möglichst objektiven Kriterien durchgeführt? Je nach Auftrag übt der Experte eine Vermittlungs- (= Arbitriumswert), Beratungs- (= Entscheidungswert) oder Argumentationsfunktion (= Argumentationswert) aus. Je nach Zielsetzung (Beratungs-, Entscheidungs- oder Argumentationsfunktion) wird die Bewertung der Substanz, des Ertrages, der Zukunftseinschätzung und des angewendeten Zinssatzes differenziert erfolgen.

- Arbitriumswert: Der Experte soll einen möglichst objektiven (fairen) Wert für beide Parteien (Verkäufer und Käufer) berechnen. U.a. bei einem Management-Buy-out, bei einer bevorstehenden Fusion usw. Der objektive Unternehmenswert entspricht meist nicht dem Preis/bezahlten Wert, sondern bildet die Basis für Verhandlungen.
- Entscheidungswert: Der Experte soll für eine Partei die Grenze der Konzessionsbereitschaft ermitteln. Zu welchem Preis kaufe ich bzw. bin ich bereit zu verkaufen. Es ist ein Grenzpreis, der bei rationalem Verhalten nicht unterschritten bzw. überschritten werden sollte. Beispiel: Der Finanzdirektor ermittelt den Wert, wie viel höchstens für die Übernahme des Unternehmens X bezahlt werden kann (unter Berücksichtigung von allfälligen Synergieeffekten); der Hauptaktionär berechnet den Preis, bei welchem er bereit wäre, sein Aktienpaket zu verkaufen.
- Argumentationswert: Der Berater unterstützt durch Argumente eine Verhandlungspartei, damit das vom Auftraggeber angestrebte Verhandlungsergebnis erreicht wird. D.h., bei einem Verkauf werden die positiven Argumente hervorgehoben. Argumentationswerte werden unter der Etikette von objektiven Unternehmenswerten in die Verhandlungen eingeführt. Der Berater B soll zur Unterstützung eines Verkaufsangebotes ein (Partei-)Gutachten erstellen, welches vor allem die positiven Faktoren/Punkte bewertet und mit (zu) optimistischen Zukunftsaussichten rechnet.

Beispiel

Sie sind massgebendes Mitglied der Geschäftsleitung der Gesellschaft LM. Mit Zustimmung des bisherigen Hauptaktionärs ist der Verwaltungsrat zu einem Management-Buy-out bereit. Sie erhalten den Auftrag, einen Experten zu suchen und mit diesem den Unternehmenswert Ihrer Gesellschaft zu berechnen. Das Gutachten soll als Basis dienen, damit der Übernahmepreis der Aktien bestimmt werden kann.

- a) Wie formulieren Sie den Auftrag an den Experten, welche Überlegungen und Gedanken begleiten Sie bei der Auftragsformulierung?
- b) Wie würde der Hauptaktionär den Auftrag formulieren, welche Gedanken könnten ihm durch den Kopf gehen?
- c) Sie haben den Auftrag an den Experten formuliert und nach zwei Wochen liegt das Gutachten auf dem Tisch. Es wird ein Unternehmenswert zwischen 6 bis 7 Millionen ausgewiesen. Der Hauptaktionär hat einen Unternehmenswert von 10 Millionen erwartet. Er spricht von einem Parteigutachten zugunsten des Managements. Was machen Sie?

Lehnen Sie sich zurück (schauen Sie, was der andere macht, ah, der macht etwas, er macht ein paar wunderschöne Folien, so etwas haben Sie schon lange nicht mehr gesehen. Sie können sich weiter zurücklehnen, denn die Ausführungen auf den Folien sind unbrauchbar) und überlegen Sie sich Ihre Antworten zu den obigen Fragen a–c. Nehmen Sie sich dazu ein paar Minuten Zeit und notieren Sie diese auf einem Blatt Papier.

Frage a)

Gedanken zur Auftragsformulierung/Mitglied GL:

- Der Unternehmenswert ist aufgrund von objektiven betriebswirtschaftlichen Daten zu berechnen. Als Unterlagen werden dem Experten die Planungsrechnungen für die nächsten 5 Jahre zur Verfügung gestellt. Ebenfalls erhält er den kürzlich erarbeiteten Businessplan. Es ist Aufgabe des Experten, mit welchen Methoden er den Unternehmenswert berechnet. Das Gutachten soll in 2 Wochen vorliegen. Die Aufwendungen des Experten werden mit einem Stundensatz von CHF xxx entschädigt. Alle Informationen, die er bei seiner Arbeit erhält, sind vertraulich und dürfen nicht weiterverwendet werden.
- Ich suche einen Experten aus, der eher für eine vorsichtige Unternehmensbewertung bekannt ist (ob man diese Information hat?). Beim Gespräch mit dem Experten werde ich ihm zwischen den Zeilen mitteilen, dass er von der Geschäftsleitung nach dem Management-Buy-out mit weiteren Auf-

trägen rechnen könne. Der Wert des Unternehmens müsse noch bezahlbar sein.

- Seit Jahren habe ich mich für dieses Unternehmen aufgeopfert, am Sonntag gearbeitet und x Überstunden (gratis) geleistet. Jetzt soll mit dem Management-Buy-out endlich etwas zurückfließen.

Frage b)

Gedanken zur Auftragsformulierung/Aktionär:

- Der Unternehmenswert ist aufgrund von objektiven betriebswirtschaftlichen Daten zu berechnen (siehe oben).
- Ich suche einen Experten aus, der eher für eine optimistische Unternehmensbewertung bekannt ist (ob man diese Information hat?). Beim Gespräch mit dem Experten werde ich ihm zwischen den Zeilen mitteilen, dass ich einen hohen Unternehmenswert erwarte. Sofern meine Zielvorstellungen erreicht werden, erhalte er dann noch ein zusätzliches Honorar.
- Seit Jahren hat sich die Geschäftsleitung mit ihren hohen Salären, Spesen etc. an meiner Gesellschaft schadlos gehalten. Jetzt soll mit dem Management-Buy-out endlich etwas zurückfließen.
- Die Geschäftsleitung hat dieses Unternehmen auf Vordermann gebracht. Jetzt soll sie bei diesem Management-Buy-out endlich dafür entschädigt werden. Der Preis soll fair sein. Auf zwei oder drei Millionen weniger kommt es mir nicht an.

Frage c)

Mögliche Antworten zur Frage des Parteigutachtens:

- Der Auftrag wurde an einen ausgewiesenen Experten vergeben, es wurde klar festgehalten, dass der Unternehmenswert aufgrund von betriebswirtschaftlich objektiven Daten zu ermitteln sei.
- Der Experte ist einzuladen. Er kann sein Vorgehen, die gewählten Methoden, warum er zu einem Wert von 6 bis 7 Millionen kommt, im Detail erläutern. Zudem kann aufgezeigt werden, wo bei optimistischer Betrachtungsweise einzelne Faktoren für die Unternehmensbewertung anders dargestellt werden können und was dies letztlich für Auswirkungen auf den Unternehmenswert hätte.
- Es kann ein dritter unabhängiger Experte mit einer Second Opinion beauftragt werden. Dieser soll beurteilen, ob der ermittelte Unternehmenswert

richtig und nach State of the Art berechnet wurde. Er kann die Berechnung mit verschiedenen Szenarien ergänzen.

- Der ermittelte Unternehmenswert bildet die Basis für die Verhandlungen zwischen dem Käufer (Geschäftsleitung) und dem Verkäufer (Hauptaktionär). Im Vertrag kann vereinbart werden, dass bei Erreichen der geplanten Gewinne, Cashflows, Umsätze etc. in 3 Jahren der Verkaufspreis angepasst wird.

Zusammenfassung

In der Regel erfolgt eine Unternehmensbewertung zu betriebswirtschaftlichen Werten, die betrieblich notwendigen Unternehmensteile werden zu Fortführungswerten und die nicht betriebsnotwendigen Unternehmensteile zu Liquidationswerten eingesetzt.

Eine Unternehmensbewertung kann unterschiedliche Ziele verfolgen:

- Beim Arbitriumswert wird ein möglichst objektiver Wert ermittelt/berechnet,
- beim Entscheidungswert wird der Grenzpreis dargelegt,
- mit dem Argumentationswert werden die Verhandlungen unterstützt.

In der Auftragsumschreibung ist das Ziel klar zu umschreiben. Das Ergebnis einer Unternehmensbewertung ist vom Ziel und den getroffenen Annahmen abhängig. Eine Unternehmensbewertung sollte nachvollziehbar sein (Angabe des Ziels, der Annahmen, der Bewertungsgrundsätze usw.).

1.5 Wertbegriffe

Viele Wertbegriffe haben Sie im Verlaufe Ihrer beruflichen Tätigkeit und beim Studium bereits gehört (Substanzwert, Netto-Substanzwert, nicht betrieblicher Substanzwert, Ertragswert, Reproduktionskostenwert, Wiederbeschaffungswert, Arbitriumswert, immaterieller Wert, Residualwert, Statuswert, Anschaffungswert, Buchwert, kalkulatorischer Restwert, Wiederbeschaffungs-Neuwert und Verkehrswert).

Bei der Unternehmensbewertung werden die betrieblichen Unternehmensteile zu Fortführungswerten bewertet (Going-Concern-Prinzip). Nicht betriebliche Unternehmensteile werden zu Veräußerungs-/Liquidationspreisen eingesetzt.

Sie kennen die aktienrechtlichen Bewertungsgrundsätze, wie Imparitätsprinzip (zukünftige Verluste sind zu bilanzieren, zukünftige Gewinne nicht), Vorsichtsprinzip (von zwei möglichen Werten wird der tiefere Wert bilanziert), Anschaffungs-

kostenprinzip (Sachanlagen werden im Normalfall nicht über den Anschaffungskosten bilanziert) oder die steuerrechtlichen Bewertungsvorschriften. Diese Bewertungsgrundsätze sind bei der Unternehmensbewertung nicht zu beachten, es werden die objektiven betriebswirtschaftlichen Werte ermittelt und eingesetzt.

In einem Bewertungsgutachten für eine Unternehmensbewertung können u.a. die folgenden Wertbegriffe aufgeführt werden:

- Statuswert; massgeblicher Substanzwert; ausgehend von der letzten Bilanz werden die entsprechenden Bilanzpositionen für die Unternehmensbewertung neu bewertet. Der massgebliche betriebswirtschaftliche Substanzwert wird als Statuswert bezeichnet.
- Verkehrswert; geschätzter Verkaufswert, bei Autos Wert gemäss Eurotax.
- Reproduktionskostenwert; Kosten, welche entstünden, um eine gleichwertige Substanz zu erhalten. Was würde es kosten, einen identischen Betrieb (gleiche Qualität, gleiches Alter, gleiche Kapazität) aufzubauen?
- Marktwert; liquide Mittel, Fremdwährungen, Wertschriften und Finanzschulden können zum Marktwert/Tagespreis/Börsenkurs bewertet werden.

Weitere Wertbegriffe in Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung werden in den entsprechenden Kapiteln erläutert.

Beispiel

Sie sind massgebendes Mitglied der Geschäftsleitung der Gesellschaft LM. Im Laufe des Jahres zeichnet sich ein operativer Verlust von rund 2 Millionen ab. Der Verwaltungsrat hat beschlossen, die nicht betrieblich notwendige Liegenschaft (ein Mehrfamilienhaus) Ende Jahr aufzuwerten, damit der operative Verlust ausgeglichen werden kann, bzw. es soll noch ein Gewinn von 1 Million ausgewiesen werden. Sie werden beauftragt, das Notwendige zu veranlassen und dem Verwaltungsrat Bericht zu erstatten bzw. ein Konzept vorzuschlagen. Der Finanzchef hat Ihnen zu dieser Liegenschaft folgende Werte zusammengetragen:

- Buchwert..... 40 Millionen
- Realwert (Substanzwert) 56 Millionen
- Mietzinseinnahmen pro Jahr..... 4 Millionen
- Ertragswert bei einem Zinssatz von 8% 50 Millionen
(4 Millionen: 8%)
- Brandversicherungswert 48 Millionen
- Kalkulatorischer Restwert 45 Millionen
- Verkehrswert..... 52 Millionen
- Anschaffungswert 60 Millionen

Lehnen Sie sich zurück (schauen Sie, was der andere macht, ah, der macht einen schönen Bericht über die Strategie der Firma. Sie können sich weiter zurücklehnen, denn die Strategie wurde an der gestrigen Verwaltungsratssitzung neu definiert, der Bericht ist Makulatur) und überlegen Sie sich, welche Punkte in der Berichterstattung an den Verwaltungsrat wichtig sind. Nehmen Sie sich dazu ein paar Minuten Zeit und notieren Sie diese auf einem Blatt Papier.

Hier einige Gedanken und wichtige Punkte, welche im Bericht an den Verwaltungsrat über die geplante Aufwertung der Liegenschaft aufgeführt werden könnten. Andere Lösungsansätze sind ebenfalls möglich.

- In der Aktiengesellschaft ist die Aufwertung bis zum vorsichtig geschätzten Verkehrswert möglich. Zu beachten sind allfällige Steuerfolgen aus der Aufwertung. Diese sind vom Verkehrswert abzuziehen. Andere Werte wie Brandversicherungswert und kalkulatorischer Restwert können zur summarischen Beurteilung des Verkehrswertes herangezogen werden. Im Brandversicherungswert ist der Landwert nicht berücksichtigt.
- Eine Aufwertung über den Anschaffungswert ist bei einer AG nur bei einem Kapitalverlust möglich.
- Der Verkehrswert wurde wie folgt ermittelt:
1 mal Substanzwert plus 2 mal Ertragswert, dividiert durch 3 (in Zahlen 1×56 und 2×50 sind $156 : 3$ ergibt 52). Der Ertragswert wurde mit einem relativ hohen Zinssatz kapitalisiert ($4 \text{ Millionen} : 8\% = \text{Ertragswert von } 50 \text{ Millionen}$) Wenn ein tieferer Zinssatz angewendet würde, zum Beispiel 6% , wäre der Ertragswert höher ($4 \text{ Millionen} : 6\% = 66 \text{ Millionen}$) und damit wäre auch der Verkehrswert entsprechend höher.
- Nicht berücksichtigt wurden allfällige Steuerfolgen, welche sich aus der Aufwertung ergeben.
- Da der Buchwert 40 Millionen beträgt, ist eine Aufwertung von 3 Millionen ohne Weiteres möglich. Der neue Buchwert liegt immer noch unter dem vorsichtig geschätzten Verkehrswert und unter dem Anschaffungswert.
- Mit der Aufwertung von 3 Millionen werden im Berichtsjahr stille Reserven aufgelöst. Da diese wesentlich sind, muss im Anhang zur Jahresrechnung die Auflösung dieser stillen Reserven ausgewiesen werden.
- Schlussfolgerung: Eine Aufwertung um 3 Millionen ist Ende Jahr möglich.

Zusammenfassung

Die Bewertung eines Unternehmens erfolgt in der Regel zu Fortführungswerten (Going-Concern-Prinzip). Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte werden zu Liquidationswerten eingesetzt. Aktienrechtliche oder steuerrechtliche Bewertungsgrundsätze werden bei der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt.

Es werden die betriebswirtschaftlichen Werte eingesetzt. Soweit möglich erfolgt eine Orientierung an Marktwerten, an Nutzwerten und an Reproduktionskostenwerten (Wiederbeschaffungs-Altwert bei Anlagen und Maschinen). Als Marktwert kann auch der Verkehrswert bezeichnet werden.

1.6 Zukunftserwartungen / Planungsrechnungen

Der Wert eines Unternehmens hängt im Wesentlichen von den zukünftigen (erwarteten, geschätzten, erhofften) Gewinnen, Cashflows, Erträgen bzw. Nutzen ab. Die Daten basieren auf Planungsrechnungen, Budgets und Prognosen. Die langfristige Unternehmensentwicklung ist stark von den Fähigkeiten und dem Geschick des Managements abhängig. Dies wird meist nicht oder zu wenig berücksichtigt. Die Werte Kultur, Know-how, Intelligenz und respektvoller Umgang mit den Menschen und der Umwelt sind nicht quantifizierbar, können aber die Zukunft eines Unternehmens wesentlich prägen.

Die zukünftigen Erfolge werden von externen und internen Faktoren beeinflusst, diese sind zu analysieren und zukunftsbezogen zu beurteilen.

In der Regel wird für Unternehmensbewertungen die letzte geprüfte Jahresrechnung in der Beurteilung berücksichtigt. Diese dient u.a. als Basis für die Ermittlung des betriebswirtschaftlich objektiven Unternehmenswertes und zum Ausscheiden von nicht betrieblichen Vermögensteilen.

Budget / Planung

Für das Erstellen von Budgets sind Analysen des Marktes, der Konkurrenz, der Kosten, der Produktpalette, der Kapazitätsverhältnisse usw. zu berücksichtigen. Aus diesen Analysen und Informationen sind die Budgetziele und -erwartungen konkret abzuleiten. Planbilanzen, Planerfolgsrechnungen und Finanzpläne werden als Gesamtpläne bezeichnet. Solche können aufgrund von vorhandenen Teilplänen erstellt werden. In der Regel wird mit der Budgetierung des Absatzes angefangen. Danach werden (abhängig vom budgetierten Umsatz/Absatz) die anderen Teilbudgets wie Einkauf-, Produktions-, Personal-, Kosten- und Investi-

tionsbudgets erstellt. Am Schluss werden diese Teilbudgets in Plan-Erfolgsrechnungen, Planbilanzen, Finanzplänen usw. zusammengefasst.

Absatzplan

Anhand der Markt- und Konkurrenzanalysen werden Mengen und Preise prognostiziert und nach Kundengruppen, Produkten, Regionen und Marktsegmenten strukturiert und budgetiert.

Ein Unternehmen produzierte bisher zwei Artikel A und B. Von A wird erwartet, dass in den nächsten vier Jahren der Absatz um 2% pro Jahr erhöht werden kann, bei gleichen Verkaufspreisen. Bei Artikel B wird erwartet, dass der Absatz jährlich (die nächsten vier Jahre) um 1% sinkt. Zudem muss der Verkaufspreis im nächsten Jahr um 5% reduziert werden, danach bleibt er stabil. Ist-Zahlen des letzten Jahres: Artikel A, Absatz 200'000 Stück, Verkaufspreis je Stück CHF 60.–; Artikel B, Absatz 100'000 Stück, Verkaufspreis je Stück CHF 100.–.

Das in Entwicklung begriffene Produkt C kommt in zwei Jahren auf den Markt. Es werden folgende Zahlen für Produkt C prognostiziert: Absatz 120'000 Stück im Jahr 3 und 140'000 Stück im Jahr 4; geschätzter Verkaufspreis CHF 120.– je Stück.

Absatzplan	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4
Produkt A/Absatz in 1'000 Stück	204	208	212	216
Produkt B/Absatz in 1'000 Stück	99	98	97	96
Produkt C/Absatz in 1'000 Stück	0	0	120	140
Produkt A/Umsatz in TCHF	12'240	12'480	12'720	12'960
Produkt B/Umsatz in TCHF	9'405	9'310	9'215	9'120
Produkt C/Umsatz in TCHF	0	0	14'400	16'800
Total Umsatz in TCHF	21'645	21'790	36'335	38'880

- Produktionsplan; die geplanten Absatzmengen sind den vorhandenen Produktionskapazitäten (unter Berücksichtigung der Veränderung im Lagerbestand) gegenüberzustellen. Allenfalls sind zusätzliche Produktionsmittel (Investitionen, Personal usw.) einzusetzen. Simultan mit der Lagerplanung soll die Produktion (soweit möglich) geglättet werden und die Materialbereitstellung (Einkaufsplanung) ist sicherzustellen.
- Personalplanung; zu berücksichtigen sind die quantitativen und qualitativen Anforderungen, aufgeteilt nach Produktion/Administration, abhängig vom geplanten Absatz- bzw. Produktionsbudget.

- Investitionsplan; strukturiert nach Ersatz-, Erneuerungs- und Erweiterungsinvestitionen.

Falls, wie bei obigem Beispiel, mit einem erhöhten Absatz und Umsatz gerechnet wird, ist abzuklären, ob das Umlaufvermögen ansteigt. D.h., die Warenvorräte, die Forderungen usw. nehmen bei mehr Umsatz tendenziell zu. Um den neuen Artikel C produzieren zu können, müssen zusätzliche Kapazitäten (Maschinen, Lagerhäuser, Personal usw.) bereitgestellt werden. Die Erhöhung des Absatzes hat Auswirkungen auf das Produktionsbudget, Einkaufsbudget, Lagerbudget, Personalbudget, Kostenbudget, auf den Investitionsplan, Finanzplan, die Planbilanzen und Planerfolgsrechnungen etc.

Businessplan

Der Planungsprozess kann auch im Rahmen eines Businessplans erfolgen. Hier werden die externen und internen Faktoren, welche für die Zukunft des Unternehmens eine Rolle spielen (können), systematisch und vollständig erfasst.

Hinweis: Das Hauptziel des Businessplanes bildet die Darstellung der Unternehmen nach aussen. Er soll für Geschäftspartner eine zuverlässige Entscheidungsgrundlage abgeben. Immer mehr Banken, welche langfristige Kredite finanzieren, machen die Zusage von einem verlässlichen Businessplan abhängig.

Der Businessplan besteht aus folgenden Bausteinen:

Zusammenfassung/Management Summary		
Grund für die Erstellung des Businessplanes	Wichtige Daten über das Unternehmen in Kürze	Informationen über die Unternehmensführung
Produkte/Leistungen	Märkte/Marketing	Konkurrenz
Betrieb und Produktion	Organisation	Infrastruktur/Personal
Finanzplan	Chancen und Risiken	Zeitplan

Er wird wie folgt aufgebaut:

- Zusammenfassung: Welche Leistungen bietet das Unternehmen an, welche Produkte werden verkauft? An wen wird verkauft, welche Kunden, welche Märkte, welche Konkurrenten? Mit welchen Mitteln werden die Produkte und Dienstleistungen verkauft? Zusammensetzung der Geschäftsleitung; Aufzeigen von Chancen und Risiken.
- Unternehmen: Hier werden die bisherige Entwicklung (kurze Firmengeschichte), Rechtsform, wem gehört das Unternehmen, was wurde bereits erreicht (Infrastruktur, Kennziffern über Umsatz, Ertrag, Rendite) und die

geplanten Änderungen (Weiterentwicklungen, Neuerungen, zukünftige Produkte und Märkte) dargelegt.

- Standort: Dienstleistungen, Produkte; Verkehrslage, Umfeld, Vorzüge gegenüber der Konkurrenz (Support, Service, guter Name), allfällige Nachteile gegenüber der Konkurrenz.
- Märkte: Marktübersicht (Zielmärkte, Inland, Ausland, Nischen), Marktstellung, Marktanteil, Marktbeurteilung und Chancen (ist auch in Zukunft ein Wachstumspotenzial vorhanden?).
- Konkurrenz: Welches sind die direkten Konkurrenten (Marktanteil, Stärken und Schwächen der Konkurrenz)?
- Marketing: Zielmärkte (welche Kunden, Regionen), Marktbearbeitung (Werbung, PR, Inserate, Agenten), Sortimentspolitik (Produktpalette, Dienstleistungsangebote, Preispolitik), Absatz- und Umsatzziele.
- Organisation: Management; Zusammensetzung der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates (Namen, Ausbildung, Erfahrung,) Aufgabenteilung, Organigramm, Revisionsstelle.
- Chancen und Risiken: Nischen, Spezialisierung, Marktanteil, Konkurrenz, Abhängigkeiten Kunden und Lieferanten.
- Finanzen: Planerfolgsrechnungen, Finanzpläne, Planbilanzen, Investitionspläne.

Strategien

Selbstverständlich sind Strategien und Zielsetzungen der Geschäftsleitung (wir produzieren nur umweltgerecht, unsere Produkte werden im Inland hergestellt, wir wollen zusätzlich neue Filialen in Deutschland eröffnen usw.) zu beachten. In den Budgets, Planungsrechnungen und Businessplänen sind weitere Überlegungen wie (zukünftige) gesetzliche Auflagen (Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes, Umweltauflagen, andere gesetzliche Bestimmungen, Währung usw.) zu berücksichtigen.

Die Informationen und Daten für die Planrechnungen und die Businesspläne basieren meist auf den Angaben des Managements des zu bewertenden Unternehmens. In den Bewertungsgutachten wird teilweise auf diesen Umstand hingewiesen. Der Gutachter muss sich ein Urteil bilden, ob diese Zukunftsprognosen verlässliche, realistische und richtige Aussagen ermöglichen. Generell muss man sich bewusst sein, dass es sich bei der Ermittlung des nachhaltigen Zukunftserfolges immer um Schätzungen handelt und diese mit Risiken und Unsicherheiten behaftet sind. In der Praxis werden diverse Szenarien durchgespielt. Damit werden die Bandbreiten zwischen verschiedenen Annahmen (z.B.

Absatz: minus 5%, gleichbleibend oder plus 5%) aufgezeigt. Je näher der Planungshorizont liegt, desto realistischer sind die Daten über die zukünftige Entwicklung. Bei Prognosen von mehr als 5 Jahren können meist nur noch Trends aufgezeigt und grobe Schätzungen gemacht werden.

Beispiel

Sie sind massgebendes Mitglied der Geschäftsleitung der Gesellschaft LM. Ihre Gesellschaft soll verkauft werden. Sie wurden bestimmt, die Daten für das Bewertungsgutachten bereitzustellen, damit der Berater KXL unverzüglich mit den Arbeiten für die Unternehmensbewertung beginnen kann. Der Berater hat von Ihnen Unterlagen und Informationen zum Bereich Produkte verlangt. Welche Daten/Informationen sollen der Produktmanager und der Finanzchef für den Berater zusammenstellen und aufbereiten?

Lehnen Sie sich zurück (schauen Sie, was der andere macht, ah, der macht eine schöne Grafik über die relevanten Märkte für das Unternehmen. Sie können sich weiter zurücklehnen, denn die Umsätze in den wichtigsten Märkten sind total eingebrochen, die Grafik ist wertlos) und überlegen Sie sich, welche Unterlagen im Produktbereich zusammengestellt werden müssen. Nehmen Sie sich dazu ein paar Minuten Zeit und notieren Sie diese auf einem Blatt Papier.

Unterlagen und Informationen zum Bereich Produkte. Andere Lösungsansätze sind ebenfalls möglich.

- Eine Übersicht über die relevanten Produkte und die wichtigsten Abnehmer (bestehende Abhängigkeiten von Grosskunden).
- Welche Produkte tragen wie viel zum Umsatz/Deckungsbeitrag bei (ABC-Analysen)?
- Zukünftig erwartete/geplante Umsätze der wichtigsten Produkte, Lebenszyklen der Produkte.
- Zukünftige Entwicklung von Produkten, welche sollen neu am Markt lanciert werden?
- Beschaffungsmärkte, wichtigste Lieferanten, Abhängigkeit von Lieferanten, Preiserhöhungen.

Zusammenfassung

Die Basis für die Budgetierung des Zukunftserfolges bilden die Ist-Zahlen (Daten/Erfahrungen) der Vergangenheit. Interne und externe Faktoren sind zu analysieren und zukunftsbezogen zu beurteilen. In die Planung fliessen Informationen über Märkte, Konkurrenz, Branche, politische Rahmenbedingungen

usw. ein sowie interne Daten über Produkte, Organisation, Management, Personal und das Unternehmen. Die Chancen und Risiken sind einzuschätzen und in der Planung zu berücksichtigen.

Beim Budget werden zuerst die Teilpläne (Absatz-, Produktions-, Einkauf-, Personal- und Investitionsbudgets) erstellt und danach zu Gesamtplänen wie Planbilanzen, Planerfolgsrechnungen und Finanzplänen zusammengefasst.

Im Rahmen eines Businessplanes können ebenfalls die Daten für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens systematisch und vollständig dargestellt werden.

Alle Zukunftsprognosen sind mit entsprechenden Unsicherheiten behaftet. Es kann daher sinnvoll sein, mögliche Szenarien aufzuzeigen und für diese eine Unternehmensbewertung vorzunehmen.

1.7 Der theoretisch richtige Bewertungsansatz

Entsprechend der Bedeutung haben sich Theorie und Praxis eingehend mit den Problemen der Unternehmensbewertung auseinandergesetzt. Bei der Unternehmensbewertung gelten grundsätzlich die Regeln der Investitionsrechnung (alle Ausgaben und Einnahmen werden auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert). Der Investor tätigt nur dann eine Kapitalanlage, wenn der Barwert der zukünftigen Einnahmenüberschüsse höher ist als der Kaufpreis bzw. wenn er annehmen kann, dass die künftigen Einnahmen aus dieser Investition höher sind als seine Ausgaben und in den zukünftigen Einnahmen auch ein Gewinn und/oder eine Verzinsung seines Kapitaleinsatzes enthalten ist. Infolge der unbekannten und unsicheren Faktoren, welche die zukünftigen Ausschüttungen der Unternehmen (= Einnahmen des Investors) beeinflussen, führt diese betriebswirtschaftlich und theoretisch richtige Methode in der Praxis regelmässig nicht zum Ziel. Die zukünftigen Einnahmen des Investors (laufende Ausschüttungen in Form von Dividenden und letztlich der Erlös bei Verkauf der Unternehmen wann, zu welchem Preis?) können kaum prognostiziert werden. Es ist mit unsicheren Erwartungen zu rechnen, d.h., die zur Verfügung stehenden Daten sind ungenau und lückenhaft. In der Praxis wird daher (zwangsläufig) statt mit Ein- und Auszahlungen an den Investor mit Aufwendungen und Erträgen bzw. Gewinnen und Cashflows gerechnet. Siehe nachstehende Darstellung: