

Unternehmenswert - Bewertungsmethoden

Methodenvielfalt in Theorie und Praxis

Eine Unternehmensbewertung kann aufgrund verschiedener Motiven durchgeführt werden. Im Rahmen einer Nachfolgeregelung und somit dem Verkauf eines Unternehmens, dient die Unternehmensbewertung als Ausgangsbasis für die Preisverhandlung zwischen den Parteien. Den realisierbaren Wert, bzw. den Verkaufspreis eines Unternehmens wird erst bekannt, wenn die Firma zum Verkauf dem Markt ausgesetzt wird.

Jeder der sich mit Unternehmensbewertungen auseinandersetzt wird feststellen, dass es einerseits diverse theoretische Modelle mit unterschiedlichen Ansätzen gibt und andererseits über die Anwendung in der Praxis kein Konsens herrscht.

Dieses Merkblatt dient der Grobübersicht und beschreibt die gängigsten Bewertungsmethoden. Im Grundsatz wird zwischen substanz- und ertragsbezogene Methoden unterschieden.

Substanzbezogene Bewertungsmethode

Substanzwertmethode: Diese Methode stellt die Vermögenswerte eines Unternehmens in den Vordergrund. Sämtliche Aktivpositionen eines Unternehmens werden per Stichtag aufsummiert. Damit der Nettosubstanzwert errechnet werden kann, werden die stillen Reserven per Stichtag auf-

$$\sum \text{Aktiven} - \text{Fremdkapital} - \text{stille Reserven} \times \frac{\text{Steuersatz}}{2}$$

gelöst, die daraus entstehenden latenten Steuern abgezogen sowie das Fremdkapital subtrahiert.

Die Ertragsentwicklung eines Unternehmens bleibt bei dieser Bewertung allerdings unberücksichtigt.

Ertragsbezogene Bewertungsmethoden

Wie es der Name bereits sagt, bilden bei ertragsbezogenen Methoden die Erträge eines Unternehmens die Basis für die Wertbestimmung. So gesehen werden die zukünftigen Erträge als Rendite der Substanz betrachtet und mit einem Kapitalkostensatz (Renditevorstellung des Käufers) auf den Bewertungsstichtag berechnet (siehe Formel „Reine Ertragswertmethode“). Bei ertragsbezogenen Bewertungen bleibt die Substanz demnach unberücksichtigt, sie dient

jedoch dazu die Erträge zu erwirtschaften, welche schliesslich bewertet werden.

Die verschiedenen Ertragswertmethoden unterscheiden sich einerseits in der Ertragsbasis, also ob beispielsweise der Reingewinn, eine bereinigte Gewinngrösse oder der Cashflow im Zähler eingesetzt wird und andererseits in den unterschiedlichen Kapitalkostensätzen, welche im Nenner verwendet werden.

Reine Ertragswertmethode: Bei dieser vereinfachten Methode wird ein bereinigter, nachhaltig erzielbarer Gewinn

$$\frac{\text{nachhaltiger, bereinigter Betriebsgewinn} \times 100}{\text{Kapitalisierungssatz}}$$

mittels Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag errechnet/kapitalisiert.

Die angehäuften Substanz (Vermögenswerte), welche nicht für das operative Geschäft notwendig ist, wird separat bewertet und zum Ertragswert addiert.

Discounted Cash Flow Methode (DCF): Die DCF-Methode basiert auf den freien Cash Flows (Nettozufluss liquider Mittel), welche von einem Unternehmen in der Zukunft erwirtschaftet werden. Diese zukünftigen Cash Flows werden anhand der Budgetplanung (3 - 5 Jahre) des Unternehmens berechnet und wiederum mittels Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Für die Cash Flows, welche nach der Budgetplanung (3 - 5 Jahre) anfallen, wird eine ewige Rente (CF_n) angenommen, aufgrund welcher ein sogenannter Residualwert (Restwert) berechnet wird.

Für die Diskontierung der Cash Flows wird der Kapitalkostensatz WACC (Weighted Average Cost of Capital) verwendet. Hierbei handelt es sich um einen gewichteten Kapitalkostensatz, welcher die Kapitalkosten von Eigen- und

$$\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Fremdkapital ihrem Verhältnis entsprechend berücksichtigen (in der folgenden Formel mit "r" bezeichnet).

Unternehmenswert - Bewertungsmethoden

Kombinationsmethode

Mittelwert-Methode (Praktiker-Methode): Hierbei werden die beiden Grundansätze Substanz und Ertrag kombiniert. Der Unternehmenswert wird anhand des gewichteten, arithmetischen Mittels aus Ertragswert und Substanzwert be-

$$\frac{2x \text{ Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{3}$$

rechnet. In der Praxis hat sich eine Gewichtung von Ertragswert und Substanzwert im Verhältnis von 2:1 etabliert.

Plausibilisierung der Bewertung

Marktwertmethode: Diese Methode wird oftmals zur Plausibilisierung von Unternehmensbewertungen (substanzbezogen oder ertragsbezogen) verwendet. Die Idee dahinter ist, die Herleitung des Unternehmenswerts anhand vergleichbarer Unternehmen vorzunehmen. Der Unternehmenswert von vergleichbaren Unternehmen wird durch eine Kennzahl wie Umsatz, EBITDA, EBIT oder Reingewinn dividiert und ergibt so einen Multiplikator. Dieser Multiplikator wird mit der **Kennzahl x Kennzahlenmultiple** gleichen Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens angewendet respektive multipliziert und ergibt so den Unternehmenswert.

Aus der Praxis: Methodenmix empfohlen

Je nach Bewertungsanlass kommen unterschiedliche Bewertungsmethoden in Frage. Unabhängig davon empfiehlt es sich, nach verschiedenen Methoden beider Ansätze (Substanz oder Ertrag) ein Unternehmen zu bewerten und schliesslich via Marktwertmethode zu plausibilisieren (vgl. Merkblatt *Unser Bewertungsansatz*).