

KMU Portal

Unternehmensbewertung und Preisbildung

Eine Unternehmensbewertung kann verschiedene Zwecke haben: Kauf und Verkauf einer Unternehmung, Sachgründung, Umwandlung, Übernahme einer Beteiligung, Fusion, Spaltung, Gesellschafterwechsel, Pflichtteilsberechnungen bei Erbteilungen, güterrechtliche Auseinandersetzungen unter Ehepaaren.

Bei einer Nachfolgeregelung wird mit einer Unternehmensbewertung sowohl für den Übergeber eine Entscheidung vorbereitet werden (welcher Preis kann mindestens verlangt werden?) wie auch für den Nachfolger (Wer kann wie viel maximal bezahlen?). Hier spricht man von einem Entscheidungswert oder Grenzwert, bei welchem es darum geht, die Grenze der Konzessionsbereitschaft festzulegen.

Oder man möchte den ermittelten Unternehmenswert bei den Preisverhandlungen als Argumentationswert verwenden. Es kann auch sein, dass die Parteien, insbesondere bei familieninternen Regelungen, ein neutrales Gutachten zur Ermittlung eines fairen Einigungspreises oder Anrechnungswertes in Auftrag geben. Alsdann wird von einem Schiedswert gesprochen.

Unternehmenswert ist nicht gleich Preis

Vom Unternehmenswert zu unterscheiden ist der Preis. Wie bei jeder Ware entscheiden Angebot und Nachfrage über die Höhe des Preises. Die Unternehmensbewertung dient dabei als Ausgangsbasis für die Festlegung des Verkaufs- oder bei den familieninternen Übergaben - des Übernahmepreises.

Dabei empfiehlt es sich für alle Beteiligte, bei den Einigungsverhandlungen von einem möglichst realistischen Unternehmenswert auszugehen. Für dessen Ermittlung gibt es allerdings kein verbindliches Verfahren. Es existieren viele Methoden, welche zu unterschiedlichen Werten führen können. Entscheidend ist, dass situativ entsprechend der Grösse der Unternehmung, der der Kapital- und Vermögensstruktur sowie der Branche die geeignete Methode gewählt und allenfalls durch eine weitere überprüft wird.

In den anschliessenden Preisverhandlungen liegt es in der Natur der Sache, dass Übergeber und Nachfolger die finanzielle Seite aus unterschiedlichen Gesichtspunkten betrachten:

- **Übergeber**
Er ist mit seinem Unternehmen emotional verbunden, meistens geht es ihm um die vergangenheitsorientierte Bewertung seines Lebenswerkes. In der Praxis häufig zu beobachten ist, dass er den Unternehmenswert aufgrund seiner investierten Mittel, seiner Zeit und Mühen oder der Realisierung seiner Altersvorsorge zu hoch ansetzt.
- **Nachfolger**
Dieser geht rational an die Sache heran und sucht ausbaufähige Potentiale; letztlich will er möglichst wenig bezahlen oder sich anrechnen lassen.

Die Gefahren überhöhter Wertbestimmung

In der Praxis nicht selten zu beobachten ist, dass ein Übergeber und oft auch sein Berater nicht wissen, wie ein realistischer Unternehmenswert bestimmt wird. Bei einer Wertüberschätzung werden für die Nachfolgeverhandlungen so Erwartungshaltungen beim Übergeber geschürt, welche es entweder schwierig machen, überhaupt einen Nachfolgeinteressenten zu finden oder die Einigungsverhandlungen scheitern lassen.

Kommt dennoch eine Einigung auf einem überhöhten Übernahmepreis zustande, besteht die Gefahr, dass sich der Nachfolger wegen den damit verbundenen Finanzierungskosten wirtschaftlich übernimmt und das Unternehmen Schiffbruch erleidet.

Erfahrungsgemäss am grössten ist die Gefahr überhöhter Wertbestimmung bei Kleinstunternehmen, wo mit dem Generationenwechsel meist die gesamte interne Organisation (Rechnungswesen, Kalkulation, Kunden- und Lieferantenbeziehungen) durch den Nachfolger abgelöst bzw. unter Umständen nach der Übernahme neu aufgebaut werden muss.

Ausserbetriebliche Faktoren beeinflussen die Preisbildung

Ist der Unternehmenswert nach objektiven Kriterien bestimmt, so sind für die Preisbestimmung oft weitere Faktoren mitentscheidend. Diese können sein:

- Abhängigkeit des Unternehmens von der Person des Übergebers
- Umsatz- und Gewinnwachstum
- Produkte- oder Dienstleistungsinnovationen
- Grösse des Unternehmens und Selbständigkeit der internen Organisation
- Konkurrenzsituation
- Anzahl der Angebote und Nachfolgemöglichkeiten
- Alter des Nachfolgers
- Finanzielle und familiäre Situation des Übergebers und Nachfolgers
- Risikobereitschaft des Nachfolgers

Unternehmenswert bei familieninternen Nachfolgen

Grundsätzlich sollte auch bei einer familieninternen Nachfolge von einer objektiven Bestimmung des Unternehmenswertes ausgegangen werden. Bei der Festlegung des Übernahmepreises oder des Anrechnungswertes müssen die Pflichtteils- oder Abfindungsansprüche des Übergebers beachtet werden, da diese sich nach dem Verkehrswert des übertragenen Unternehmens richten.

Werden Unternehmenswerte unterhalb des Verkehrswertes an Nachfolger übertragen, kann allenfalls auch eine Schenkungs- oder Erbschaftsteuer zum Zuge kommen. Daran ist insbesondere bei Übertragungen zu einem Vorzugspreis an nichtverwandte Familienmitglieder oder Mitarbeiter zu denken.

In der Praxis gibt es eine ganze Reihe von Methoden, die alle mehr oder weniger tauglich sind und die alle etwa das gleiche Resultat ergeben sollten, wenn man sie sauber anwendet - wenigstens in der Theorie. In der Realität wird man allerdings feststellen, dass die Ergebnisse oft weit auseinander klaffen und dass sich der tatsächlich zu erzielende Preis eher im unteren Bereich des Spektrums bewegt.

Substanzwert- und Praktikermethode

Am einfachsten ist die Substanzwertmethode: Der Unternehmenswert bestimmt sich aufgrund der in der Bilanz aufgeführten Posten des Umlauf- und Anlagevermögens (unter Berücksichtigung von stillen Reserven) abzüglich der latenten Steuerlast. Diese Methode vernachlässigt die Ertragslage des Unternehmens aber vollständig, weshalb diese Methode nur bedingt empfehlenswert ist.

Realitätsnäher ist die Praktikermethode, nach der die Steuerbehörden auch den Verkehrswert von nicht-kotierten Firmen berechnen. Er basiert auf dem Ertragswert der beiden letzten Jahre sowie dem Substanzwert des Unternehmens.

Der Ertragswert geht vom Gedanken aus, dass ein Unternehmen eine Investition ist und sich ihr Wert aus dem erzielbaren Ertrag und der Renditeerwartung ableiten lässt. Wie diese muss auch der investierte Unternehmenspreis genügend Erträge in Form der zukünftig erwirtschafteten Gewinne abwerfen.

$$\text{Verkehrswert} = \frac{2 \text{ mal Ertragswert plus Substanzwert}}{3}$$

Der Fiskus rechnet dabei mit einem festen Kapitalisierungssatz von 6 Prozent, was das Resultat stark verzerren kann. Im Hinblick auf den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens ist der Kapitalisierungssatz meist höher anzusetzen (Summe aus dem aktuellen Zins für risikolose Anlagen plus Risikozuschlag für das Unternehmen und die betreffende Branche).

Ertragswert

Der Ertragswert beurteilt das Unternehmen aus Sicht einer Investition, deren Wert auf dem erzielbaren Ertrag und der erwarteten Rendite basiert. Alternativ könnte sich ein potentieller Nachfolger überlegen, das Geld in gut rentierende Wertpapiere anzulegen. Wie diese muss auch der investierte Unternehmenspreis genügend Ertrag in Form der zukünftig erwirtschafteten Gewinne abwerfen.

Entscheidend ist deshalb die zukünftige Ertragskraft, welche auf Basis eines Budgets über einen Zeitraum von 2 bis 5 Jahren geschätzt wird. Aus dieser kann der Nachfolger aus den Erträgen nicht nur die im Unternehmen erforderlichen Investitionen, sondern auch die Zins- und Amortisationszahlungen (Kapitaldienst) aus der Übernahme der Unternehmung finanzieren. Die Betriebssubstanz ist dabei lediglich Mittel zur Zweckerreichung; nämlich zur Erzielung des Betriebsertrages und bleibt unberücksichtigt. Hingegen wird die nicht betriebsnotwendige Substanz separat bewertet und zum Ertragswert addiert.

Bei der reinen Ertragswertmethode errechnet sich der Unternehmenswert nach folgender Formel:

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{durchschnittlicher bereinigter Betriebsertrag} * 100}{\text{Kapitalisierungszinsfuß}}$$

Die Schätzung der zukünftigen Erträge beruht somit auf dem durchschnittlichen bereinigten Betriebsertrag in der Regel der vergangenen 3 Jahre. Bei dessen Ermittlung werden die Jahresergebnisse hinsichtlich betriebsfremder, periodenfremder und ausserordentlicher Aufwendungen und Erträge sowie mit einem objektivierten Unternehmerlohn bereinigt.

Der Kapitalisierungszinsfuß von 10% setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen. Zu beachten ist, dass die Zahlenwert variieren können:

- Risikoloser Zinssatz für Bundesobligationen: 3%
- Immobilitätszuschlag: 2,5%
- Abzug für Inflationsschutz: ./ 0,5%
- Risikozuschlag: 5%

Bei der Ertragswertmethode entzündeten sich die Diskussionen in der Regel bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, da dieser sich massgeblich auf die Höhe des Unternehmenswertes auswirkt. Jener hängt im konkreten Fall von der Höhe der jeweiligen Risikobeurteilung sowie der Annahme über die künftige Zins- und Inflationsentwicklung ab.

Die Bestimmung des Risikozuschlages wird beeinflusst von Faktoren wie der Genauigkeit der Ermittlung der zukünftigen Überschüsse (Gewinnschwankungen), der Finanzierungsstruktur des Unternehmens, der Rechtsform, der Branche, den Konkurrenzverhältnissen, der internen vom Übergeber unabhängigen Organisationsstruktur, der Unternehmenskultur und der Wiederverkäuflichkeit.

Discounted Cash-flow-Methode

Verbreitet ist heute die Wertberechnung aufgrund des Discounted Cash-flow (DCF). Die DCF-Methode geht nicht (bzw. nicht nur) von vergangenen Erträgen aus, sondern will vor allem wissen, mit welchen Erträgen ein Investor künftig rechnen darf. Basis ist der künftige geschätzte Free Cash-flow nach Steuern, weil ein Unternehmen letztlich nur so viel wert ist, wie sich damit in der Zukunft verdienen lässt.

Der geschätzte, künftige Cash-flow wird diskontiert (schliesslich ist beispielsweise eine Million, die man in drei Jahren erhält nicht ebenso viel wert, wie eine, die man heute auf die Hand erhält). Daraus erhält man den Barwert des Cash-flows. Der Kapitalisierungssatz zur Diskontierung (Abwertung) wird analog zur Praktikermethode berechnet und liegt in der Praxis zwischen 10 und 20 Prozent.

Je nach Gewinnerwartung können mit der DCF-Methode unrealistisch hohe Firmenwerte resultieren, die sich am Markt nicht realisieren lassen. Sie eignet sich darum fast nur für bestandene Unternehmen, die seit Jahren regelmässig einen kontinuierlich wachsenden Gewinn erwirtschaften.

EBIT-Methode

Profis arbeiten verbreitet auch mit der so genannten EBIT-Methode. Sie basiert auf dem Nettoertrag vor Zinsen und Steuern (EBIT). Professionelle Investoren zahlen für ein Unternehmen häufig den 5- bis 7-fachen EBIT-Wert, vorausgesetzt das Unternehmen erzielt regelmässig eine Eigenkapital-Rendite (ROI) von mindestens 12 Prozent und das Gewinnwachstum ist intakt.

Der untere Wert gilt dabei für Unternehmen bis CHF 10 Millionen Jahresumsatz, der obere für Unternehmen mit mehr als CHF 20 Millionen. Hinzu kommt allenfalls noch eine Vergütung für nicht betriebsnotwendige Vermögen.

Die EBIT-Methode vermittelt ein realistisches Bild, eignet sich aber nur für bestandene Unternehmen, weil junge oder stark expandierende Firmen meist noch keinen angemessenen Gewinn ausweisen können.

Vergleichs- oder Multiplikationswertverfahren

Beim Vergleichs- oder Multiplikationswertverfahren handelt es sich ebenfalls um ein Ertragswertverfahren. Mittels Anwendung von Multiplikatoren wird der Unternehmenswert durch ein Vielfaches einer bestimmten Grösse (z.B. Reingewinn, Betriebsgewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT), Erträge vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation (EBITDA)) bestimmt.

Der Wert des Multiplikators ergibt sich aus vergleichbaren Unternehmen innerhalb derselben Branche und entspricht mehr oder weniger dem Kennwert des Kapitalisierungszinsfusses. Das Verfahren unterscheidet sich lediglich dadurch vom Ertragswertverfahren, indem der Kapitalisierungszinsfuss nicht durch Risikozuschläge ermittelt wird, sondern für einzelne Branchen vorgegeben ist. Bezogen auf den bereinigten durchschnittlichen Jahresgewinn bewegt sich der Multiplikator je nach Branche zwischen 3 und 9.

Gewinnmultiplikatoren für einzelne Branchen:

Wirtschaftszweig	Gewinnmultiplikator
Baubranche	3-6
Chemie	5-9
Computerhandel	3-6
Metallverarbeitung	4-6
Elektrotechnik	5-7
Handel	5-8
Maschinen- / Anlagebau	5-6

Nahrungsmittel	3-7
Software	3-4
Textil	4-5

Due Diligence

Eine Due Diligence ist eine sorgfältige Prüfung des Unternehmens vor der Unternehmensbewertung und Übernahme durch den Nachfolger.

Neben den betriebswirtschaftlichen werden auch rechtliche und steuerliche Aspekte geprüft. Ziel einer Due Diligence ist es, möglichst viele Informationen über die Chancen und Risiken zu gewinnen. Dies erleichtert den Kaufentscheid, die Preisfindung sowie die Vertragsgestaltung.

Im Zusammenhang mit einer Unternehmensnachfolge versteht man unter "Due Diligence" eine sorgfältige Unternehmensprüfung. Es geht dabei um eine solide Analyse des Unternehmens, seines Ertragspotentials sowie der Qualität der Mitarbeiter. Ziel ist es, möglichst viele Informationen über das betreffende Unternehmen zu sammeln, die vom Übergeber angepriesenen Chancen und Risiken zu überprüfen und generell die Werthaltigkeit des geforderten Preises zu verifizieren.

Eine Due Diligence wird deshalb insbesondere bei einer familienexternen Übernahme sehr empfohlen. Der von aussen kommende Nachfolger soll sich nicht ausschliesslich auf das vom Übergeber erarbeitete Firmenprofil verlassen. Vielmehr muss er sich ein eigenes Bild über die Stellung des Unternehmens im Markt, den Marktanteil, die Konkurrenzverhältnisse sowie alle relevanten rechtlichen und steuerlichen Aspekte machen können.

Die Durchführung einer Due Diligence liegt auch im Interesse des Übergebers oder Verkäufers. Sie ermöglicht, rationalere und effizientere Vertragsverhandlungen und die Struktur der Übergabe kann, nicht zuletzt in steuerlicher Hinsicht allenfalls auch für ihn optimiert werden. Überdies reduziert sich das Haftungsrisiko für den Übergeber, weil sich der Übernehmer die im Rahmen der Due Diligence erhaltenen Informationen anrechnen lassen muss. Vorbehalten bleiben allerdings die vertraglichen Abreden.

Umfang, Zeitbedarf und Kosten

Der Umfang der Due Diligence wird massgeblich von der beabsichtigten Übertragungsform geprägt:

- Beim sogenannten Asset Deal (wo nur bestimmte Aktiven eines Unternehmens übernommen werden), sind lediglich die für die Übernahme bestimmten Vermögenswerte (z.B. Betriebseinrichtung, Warenlager, Patente) einer eingehenden Prüfung zu unterziehen.
- Ist hingegen die Übernahme des gesamten Unternehmens mit allen Aktiven und Passiven beabsichtigt, hat sich die Due Diligence auch auf sämtliche Werte und Verbindlichkeiten z.B. der letzten drei Geschäftsjahre zu beziehen.
- Dazu kommt die Darstellung der Unternehmensfinanzierung, von langfristigen Verträgen über Miete, Leasing, Mitarbeiter etc., von Marktdaten wie Kundenstruktur, Wettbewerber und Absatzzahlen.

Für eine eingehende Due Diligence ist ein genug Zeit einzuplanen. Unter Umständen arbeiten mehrere Fachleute im Auftrag des Kaufinteressenten an der Unternehmensprüfung mit. Dazu kommt, dass allenfalls gewisse Unterlagen seitens des Übergebers erst noch beschafft oder gar noch erstellt werden müssen.

Entsprechend ist ein Due Diligence Verfahren auch mit Kosten verbunden. Dabei kann der Übergeber mithelfen, sowohl Zeit und Kosten zu sparen, indem er frühzeitig die relevanten Unterlagen zusammenstellt. Häufig werden diese in einem so genannten Dataroom den Beratern und Fachleuten des Kaufinteressenten zur Einsicht und Prüfung zur Verfügung gestellt. Ein solches Vorgehen trägt ebenfalls zur Risikominimierung für den Übergeber bei und der Interessent erhält dennoch die gewünschten Informationen.

Siehe auch:

[Vorgehen bei der Unternehmensbewertung nach der Discounted Cash-flow-Methode](#)

KMU Portal

[Kontakt](#) | [Rechtliche Grundlagen](#)

<http://www.kmu.admin.ch/themen/00158/00159/01768/index.html?lang=de>