



Tobias Hüttche

Prof. Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer und CVA
Leiter Institut für Finanzmanagement der
Hochschule für Wirtschaft FHNW, Basel
tobias.huettche@fhnw.ch



Fabian Schmid

Dr. rer. pol., CVA
Partner und Mitgründer der wevalue AG,
Rheinfelden, Dozent an der Hochschule für
Wirtschaft FHNW, Brugg, Unternehmens-
berater bei Hüsler Gmür + Partner AG, Dättwil
fabian.schmid@wevalue.ch

Unternehmensbewertung

Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU

DCF-Verfahren gelten als «best practice», Praktikerverfahren als «most practiced». Die Autoren gehen auf beide Methoden ein. Es wird ein auf die Besonderheiten von KMU abgestimmtes DCF-Verfahren vorgestellt, das theoretisch abgestützt und praktisch umsetzbar ist.

Die überarbeitete und jüngst veröffentlichte «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTSuisse (FM 2018) sieht das Discounted-Cashflow-(DCF)-Verfahren als «best practice» vor.¹ DCF-Verfahren haben im KMU-Umfeld mitunter einen schweren Stand. Befürchtet werden vor allem Probleme bei der praktischen Umsetzung und der Akzeptanz der Ergebnisse: Die Rechenmodelle seien komplex, die Annahmen realitätsfern und die Ergebnisse

notorisch zu hoch. Schliesslich liege doch mit dem Praktikerverfahren ein bewährter Ansatz vor, der von der Rechtsprechung akzeptiert und in der Praxis weit verbreitet sei. Der vorliegende Beitrag geht auf diese Argumente ein. Zunächst wird das Praktikerverfahren kritisch gewürdigt. Dann wird ein DCF-Modell entwickelt, das im Einklang mit der FM 2018 steht und den Besonderheiten von KMU sowie der konkreten Datenlage Rechnung trägt.

miques et Financiers (UEC) publizierten sie 1961 diese Methode erstmals in einer geschlossenen Darstellung. Die fortan sogenannte «UEC-Methode» war faktisch der erste Unternehmensbewertungsstandard für Wirtschaftsprüfer.³ Die UEC ist Geschichte – sie wurde 1986 aufgelöst – und auch die «UEC-Methode» wird seit 1967 in dieser Form nicht mehr vertreten. Derzeit steht – soweit erkennbar – in der Bewertungslehre niemand mehr für die theoretische Richtigkeit des Praktikerverfahrens ein.⁴ Zwar sind einzelne Aspekte – Substanzbezogenheit des Erfolgs, Kapitalbindung, Übergewinne und deren Gefährdung durch die Konkurrenz – durchaus anerkannt, deren methodische Verknüpfung in einer Formel jedoch zweifelhaft.

1. Würdigung der Praktikerverfahren

1.1 Bewertungslehre

Praktikerverfahren – also eine Mischung aus Substanz- und Ertragswert – haben sich aus der Verkaufspraxis bei bebauten Grundstücken ent-

wickelt.² In der Bewertungslehre wurden diese Kombinationsverfahren unter anderem durch Jakob Viel (Zürich), Otto Bredt (Hannover) und Maurice Rendard (Paris) vertreten. Gemeinsam mit Otto Hax (Frankfurt) und im Auftrag der Union Européenne des Experts Comptables, Écono-

1.2 Rechtsprechung

Das Bundesgericht hat – soweit erkennbar – bis anhin keine der üblichen Bewertungsmethoden rundheraus als ungeeignet abgelehnt.⁵ Es hat

anerkannt, dass «eine gewisse Unschärfe besteht, weil verschiedene objektivierte Methoden der Unternehmensbewertung zur Anwendung gelangen können».⁶ Akzeptiert wird grundsätzlich jede Bewertungsmethode, die «nachvollziehbar, plausibel und anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im konkreten Einzelfall Rechnung trägt».⁷ Das Bundesgericht vertritt also einen Methodenpluralismus und akzeptierte in den bislang entschiedenen Fällen das Praktikerverfahren ebenso wie DCF- oder Ertragswertmodelle. Die Grenze wird dort gezogen, wo Bewertungen «grundlos von in der Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen abweichen».⁸ Allerdings zeichnet auch die Rechtsprechung die Hinwendung der Bewertungslehre zu zukunftsorientierten Verfahren nach: Der «Grundsatz der Zukunftsbezogenheit aller Bewertungsfaktoren (ist, Anm. d. Verf.) anerkannt. Die Vergangenheit liefert nur Erfahrungswerte».⁹ Weiter wird vermutet, dass «der Einsatz neuerer Methoden, etwa der DCF-Methode, zu einer treffenderen Bestimmung des Werts» führt.¹⁰

1.3 Bewertungspraxis

In der Praxis haben sich – so das on dit – Praktikerverfahren bewährt. Die Bewährung einer Methode ist natürlich noch kein Indiz für seine Qualität.¹¹ Ginge es danach, wäre die am längsten verwendete Methode auch die beste – neue Erkenntnisse hätten keine Chance. Dass Zukunftserfolgsverfahren dem Praktikerverfahren methodisch überlegen sind, wird in der Bewertungslehre einheitlich vertreten. Und auch die Bewertungspraxis übernimmt diese Überzeugung und wandelt sich: Vor etwa 20 Jahren zeigten Umfragen, dass Praktikermethoden bei der Bewertung von KMU am weitest häufigsten angewandt wurden.¹² In der Befragung von Wellis aus 2012 hat die DCF-Methode dem Praktikerverfahren bereits den Rang abgelaufen.¹³ Die jüngste Untersuchung von Hörler aus dem Jahr 2018 lässt dieses weiter nach hinten, sogar noch hinter die Bewertung mit Multiples zurückfallen.¹⁴ So kritisch man Umfragen jeder Art sehen mag, so ergibt sich doch ein klarer Trend. Alles andere wäre auch erstaunlich, da ja auch die praktische wie akademische Ausbildung die Entwicklung der Bewertungslehre berücksichtigt und die Praxis prägt.

2. DCF-Bewertung von KMU

2.1 Vorbemerkung

Wohl kein Treuhänder würde seinem Kunden eine Jahresrechnung überreichen, bei der er einen Teil der Positionen nicht schlüssig erläu-

tern kann. Bei einer DCF-Bewertung erscheint dem Praktiker vieles als eine «Black Box». Sobald man den sicheren Hafen der Rechnungslegung in Richtung Kapitalkosten und Restwert verlässt, desto schwankender scheint der Boden zu werden. Und auf unsichere Wege nimmt man ungern Kunden mit, die auf den Sachverstand und die Expertise ihres Beraters vertrauen. Diese Befürchtungen sind unbegründet. Im Folgenden soll aufgezeigt werden, wie eine DCF-Bewertung aufgebaut sein kann, die (a) den Besonderheiten von KMU Rechnung trägt, (b) mit der aktuellen FM 2018 in Einklang steht und (c) so einfach und transparent ist, dass keine weissen Flecken bleiben.

Wir konzentrieren uns dabei auf die zentralen Schritte, also die Ableitung der Planungsrechnung, die Ermittlung des Restwerts und die Schätzung der Kapitalkosten. Die vorgelagerten Tätigkeiten – Bereinigung der Vergangenheitszahlen sowie Analyse des nicht betrieblichen Vermögens – klammern wir aus. Hier ergeben sich in der Regel keine besonderen Probleme. Wir unterstellen ferner eine subjektive Wertermittlung im Rahmen der Beratungsfunktion, was in den meisten Fällen auch die tatsächliche Übungsanlage sein wird. Für den Fall einer objektivierten Wertermittlung und insbesondere der Berechnung von Normwerten wären weitere Aspekte zu beachten, auf die hier nur verwiesen wird.¹⁵

2.2 Kapitalkosten

Aussenstehende erinnert die Diskussion um Kapitalkosten mitunter an «Voodoo». Gerade bei der Bewertung von KMU scheinen die Kapitalkosten häufig ein Ventil zu sein, um den zunächst berechneten Wert an das gewünschte oder erhoffte Ergebnis heranzuführen. Gehen wir auch hier das Thema praktisch an und legen dabei den häufigsten Fall einer DCF-Entity-Bewertung¹⁶ zugrunde: Für die Schätzung – wir schreiben bewusst «Schätzung», da eine exakte «Berechnung» eben nicht möglich ist – der gewogenen Kapitalkosten (WACC) benötigt man die Kosten des Eigenkapitals, die Kosten des Fremdkapitals und das Mischungsverhältnis, eben die Kapitalstruktur.¹⁷

Laut FM 2018 können die Kapitalkosten entweder modellgestützt oder subjektiv geschätzt werden.¹⁸ In beiden Fällen sollte man sich am Üblichen – also der Kapitalmarkttheorie und dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) – orientieren. Und auch hierzu benötigt man in der Regel keine mächtigen Datenbanken, sondern den ökonomischen Hausverstand und das Internet.

Zunächst darf die Diskussion um den risikofreien Zins, die Marktrisikoprämie und das Beta nicht den Blick dafür verstellen, worum es eigentlich geht: Die Eigenkapitalkosten drücken die vom Investor inskünftig erwartete Rendite seiner

Investition aus. Es geht also nicht darum, wie das Unternehmen effektiv rentiert (das wäre die Kapitalrendite), sondern was sich der Investor davon erhofft. Seine Erfahrungen in der Vergangenheit mögen dies beeinflussen, aber grundsätzlich wird man eine wirtschaftlich sinnvolle Erwartungsbildung unterstellen dürfen. Und dazu nimmt der Investor keinen Baukasten und baut den risikofreien Zins mit einer Marktrisikoprämie und dann noch einem Beta zusammen. Der Ausgangspunkt ist vielmehr die von ihm insgesamt erwartete Marktrendite, aus der sich dann nach Abzug des «richtigen» risikofreien Zinses die «richtige» Marktrisikoprämie ergibt.¹⁹

Historische Untersuchungen zeigen für die Schweiz eine Marktrendite zwischen 7 und 8%, die damit auch «erwartbar» erscheint.²⁰ Bezüglich des risikofreien Zinses wird man weiter annehmen dürfen, dass Investoren zumindest Inflationsschutz erwarten und damit von einer Rendite in Höhe der künftig geschätzten Inflationsrate zwischen 1 und 2% ausgehen werden. Daraus ergibt sich eine Marktrisikoprämie von derzeit um die 6 bis 7%, die der aktuellen Schweizer Bewertungspraxis entspricht.

Nun zum Beta. Praktiker interessieren sich üblicherweise weniger für das «wie» der Berechnung, sondern «woher» aktuelle und belastbare Betas bezogen werden können. Daher sei auf rechnerische Herleitungen an dieser Stelle verzichtet bzw. auch auf den folgenden Beitrag von Meier-Mazzucato/Tasini in dieser Ausgabe des TREX verwiesen.²¹

→ **Praxistipp:** Kunden kann das mit dem Beta gemessene, systematische Risiko eines Unternehmens mit folgender Frage plastisch erläutert werden: «Um wieviel Prozent verändern sich die wesentlichen Eckdaten Ihres Unternehmens, wenn die Konjunktur insgesamt um 5% wächst oder schrumpft?» Stärker auf die Konjunktur reagierende, mithin zyklische Unternehmen, haben in der Regel ein Beta grösser 1.0, trägere und weniger zyklische Unternehmen ein Beta von kleiner 1.0.

Wer es genauer wissen will, kommt um eine Recherche nicht herum. Aus den im Internet frei verfügbaren Quellen seien an dieser Stelle nur die Ergebnisse der Kapitalkostenstudie von KPMG aufbereitet und abgedruckt (siehe Abbildung 1), die jährlich aufdatiert wird und die DACH-Region sowie ausdrücklich auch «family owned businesses» abdeckt.²²

Allerdings – und diese Berechnung kann dem Leser nicht erspart werden – handelt es sich bei den von KPMG berechneten Werten um sogenannte «unlevered» Betas, die von unverschuldeten Unternehmen ausgehen und daher das

finanzielle Risiko ausblenden. Dieses wird durch das nochmalige Umrechnen – «levern» – des Betas mit der jeweiligen für das Bewertungsobjekt angenommenen Kapitalstruktur beige-mischt, womit wir auch schon beim letzten unserer drei Punkte wären.

Bei der Bestimmung der Kapitalstruktur kann man eigentlich nur einen groben Fehler machen, nämlich sich auf die Bilanzwerte abstützen. Denkt und rechnet man richtigerweise in Marktwerten, bleiben drei Möglichkeiten: die aktuelle Struktur, die geplante Struktur oder die Struktur vergleichbarer Unternehmen (einer sogenannten «peer group»). Die ersten beiden Varianten sind wenig problematisch. Zur aktuellen Struktur gelangt man über wenige Rechenschritte.²³ Einen Hinweis auf die geplante Struktur geben beispielsweise aktuelle Finanzierungsentscheide der Unternehmensführung; werden etwa neue Investitionen mit einem Eigenkapitalanteil von 40% finanziert, ist diese Quote auch ein guter Schätzer für die geplante Eigenkapitalquote des gesamten Unternehmens. Hinweise auf bran-chenübliche Verhältnisse finden sich auch in den zitierten Untersuchungen (siehe FN 22).

In Abbildung 1 werden die von KPMG berechneten Beta-Werte auf unterschiedliche Kapitalquoten umgerechnet – «relevered». Dazu wird das unverschuldete Beta (entspricht dem Eintrag in der Spalte mit 0%) mit dem um «1» erhöhten Verschuldungsgrad multipliziert.²⁴ Bei einem Verschuldungsgrad von 50% ergibt sich für Unternehmen aus dem Bereich Energie und Versorgung also ein Beta von rund 1.07 (0.71 × 1.5).

2.3 Bewertung der übertragbaren Ertragskraft

Wieviel «Unternehmen» bleibt übrig, wenn man die «Unternehmerin» oder den «Unternehmer» abzieht? Wie hoch und was ist der Wert der tatsächlich auf den Käufer übertragbaren Ertragskraft? Das ist die zentrale Frage bei der Bewertung eines KMU. Nur für die tatsächlich übertragbare Ertragskraft wird der Käufer etwas bezahlen, denn die Früchte seiner eigenen Anstrengungen stehen alleine ihm zu.

Sehen wir uns nun diesen Baum und seine Früchte bzw. das Unternehmen und die inskünftig geplanten Überschüsse etwas genauer an. Diese beruhen auf dem eingesetzten Kapital und dessen unternehmerisch sinnvollen Verwendung. Die Überschüsse können also aufgeteilt werden in eine Vergütung für das Kapital (Kapitalkosten) und eine Prämie für den Unternehmer (Übergewinn). Dieser Übergewinn wird in der Bewertungslehre auch als Goodwill bezeichnet.²⁵ Historisch geht der Begriff auf Lord Chancellor Eldon zurück, der in einem Rechtsstreit um den Verkauf eines Fuhrgeschäfts schon 1810 feststellte, dass «goodwill is nothing more than the probability that the old customers will return to the old place».²⁶ Der Übergewinn bzw. Goodwill ist dabei nicht an den Ort als solchen gebunden, sondern an die Person oder das Produkt bzw. den Service, den der Kunde an diesem Ort sucht. Der Goodwill beinhaltet also eine personenbezogene und eine geschäftsbezogene Komponente.

Diese Unterscheidung ist deswegen von Bedeutung, weil der geschäftsbezogene Goodwill bzw. die geschäftsbezogene Ertragskraft leichter auf einen Käufer übertragen werden kann als der personenbezogene Goodwill bzw. die personenbezogene Ertragskraft.²⁷ Und nur die tatsächlich übertragbare Ertragskraft ist wertrelevant.

➔ **Praxistipp:** Schon die Tatsache, dass bei einer Transaktion über Wettbewerbsverbote, eine überleitende Mitarbeit oder einen «earn out» diskutiert wird, spricht für die Existenz eines personenbezogenen Goodwills.

Die inskünftig geplanten Überschüsse müssen also für Bewertungszwecke aufgeteilt werden in einen repetitiven, kapital- und geschäftsbezogenen Teil (Vergütung für das Kapital und den geschäftsbezogenen Übergewinn) und eine unsichere, personenbezogene Komponente.

Die Vergütung für das Kapital kann aus den Kapitalkosten und dem investierten Kapital leicht abgeleitet werden. Der verbleibende Übergewinn

muss durch eine Schätzung auf die beiden erläuterten Komponenten aufgeteilt werden. Hilfsweise kann dazu auf das in den USA verwendete und von der Rechtsprechung vieler Bundesstaaten auch anerkannte Multiattribute Utility Model (MUM) zurückgegriffen werden.²⁸ Das tönt kompliziert, ist aber in Tat und Wahrheit nur eine Strukturierung der Überlegungen, die auch hierzulande jeder KMU-Bewerter anstellen würde. Beispielhaft werden drei Unternehmen analysiert, die in ihrem Typus das mögliche Spektrum abbilden.

Beispiel 1: «Tankstelle»

Die Tank AG betreibt acht Tankstellen im 24/7-Betrieb. Ausser einer automatisch arbeitenden Waschanlage und dem üblichen Snack- und Getränkegeschäft wird kein Service angeboten.

Beispiel 2: «Haustechnik»

I ist Alleinaktionärin der Elektro AG. Diese stellt Alarmanlagen und komplexe Haustechnik her. Die Alarmanlagen werden über Vertriebspartner und Baumärkte «en gros» verkauft. Die Haustechnik ist im Wesentlichen Projektgeschäft, das von I verantwortet wird.

Beispiel 3: «Treuhand»

T ist Treuhänder und eine One-Man-Show. 80% seines Umsatzes entfallen auf Buchführung, Jahresabschlüsse und Steuern, der Rest auf die Liegenschaftsverwaltung.

Das erwähnte MUM klassifiziert nun anhand einiger Leitfragen die drei Geschäftsmodelle. Ziel ist es, den Übergewinn anteilig dem Einfluss der Person oder dem davon unabhängigen Geschäft zuzuschreiben. Der Fragenkatalog kann beliebig erweitert werden, auch die einfache binäre Zuordnung (1 oder 0) kann feiner skaliert werden (vgl. Abbildung 2).

Die der Bewertung zugrunde gelegte Planung setzt diese Erkenntnisse nun um, indem der bewertungsrelevante Überschuss um die wegfallende Ertragskraft reduziert wird. Dies kann – wie es die Kommentierung zur FM 2018 vorschlägt – durch ein Abschmelzen der Übergewinne oder eine Reduzierung der Marge erfolgen.

Über welchen Zeitraum sich der personenbezogene Einfluss des Verkäufers verflüchtigt, hängt vom Geschäftsmodell ab: Dies mag bei einem Zahnarzt oder Schönheitschirurgen, die im Wortsinne noch Hand an die Kunden legen, schneller gehen als bei einem Radiologen oder Fitnesstrainer. Orientierung geben die steuerlichen Vorschriften zur Abschreibung eines Goodwills, die üblicherweise von fünf Jahren ausgehen.

In Fortführung der vorstehenden drei Konstellationen wird nun eine dem jeweiligen Fall entspre-

Abbildung 1: Unverschuldete und verschuldete Branchenbetas

| Verschuldungsgrad (FK/EK) zu Marktwerten | 0% | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% | 100% |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Energie und Versorgung | 0.71 | 0.78 | 0.85 | 0.92 | 0.99 | 1.07 | 1.14 | 1.21 | 1.28 | 1.35 | 1.42 |
| Handel und Dienstleistungen | 0.75 | 0.83 | 0.90 | 0.98 | 1.05 | 1.13 | 1.20 | 1.28 | 1.35 | 1.43 | 1.50 |
| Medien, Software, Telekommunikation | 0.79 | 0.87 | 0.95 | 1.03 | 1.11 | 1.19 | 1.26 | 1.34 | 1.42 | 1.50 | 1.58 |
| Chemie und Pharma | 0.87 | 0.96 | 1.04 | 1.13 | 1.22 | 1.31 | 1.39 | 1.48 | 1.57 | 1.65 | 1.74 |
| Industriegüter | 0.91 | 1.00 | 1.09 | 1.18 | 1.27 | 1.37 | 1.46 | 1.55 | 1.64 | 1.73 | 1.82 |
| Automotive | 0.99 | 1.09 | 1.19 | 1.29 | 1.39 | 1.49 | 1.58 | 1.68 | 1.78 | 1.88 | 1.98 |
| Immobilien | 0.60 | 0.66 | 0.72 | 0.78 | 0.84 | 0.90 | 0.96 | 1.02 | 1.08 | 1.14 | 1.20 |
| Technologie | 1.04 | 1.14 | 1.25 | 1.35 | 1.46 | 1.56 | 1.66 | 1.77 | 1.87 | 1.98 | 2.08 |
| Transport, Verkehr, Freizeit | 0.69 | 0.76 | 0.83 | 0.90 | 0.97 | 1.04 | 1.10 | 1.17 | 1.24 | 1.31 | 1.38 |
| Gesundheit | 0.85 | 0.94 | 1.02 | 1.11 | 1.19 | 1.28 | 1.36 | 1.45 | 1.53 | 1.62 | 1.70 |
| Gesamt | 0.86 | 0.95 | 1.03 | 1.12 | 1.20 | 1.29 | 1.38 | 1.46 | 1.55 | 1.63 | 1.72 |

Quelle der unlevered Betas: KPMG Kapitalkostenstudie 2018, family owned businesses

Abbildung 2: Analyse von personenbezogenem und geschäftsbezogenem Goodwill

| Attribute | Beschreibung | Personenbezogener Goodwill | | | Geschäftsbezogener Goodwill | | |
|--|--|----------------------------|-------------|------------|-----------------------------|-------------|------------|
| | | Tankstelle | Haustechnik | Treuhand | Tankstelle | Haustechnik | Treuhand |
| Fähigkeiten und Vorteile | Beruht die Ertragskraft auf den persönlichen Fähigkeiten oder Charakteristika der Produkte? | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Alter, Gesundheit, Arbeitsethos | Ist die persönliche Prägung dauerhaft, nachhaltig und spürbar? | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Reputation | Beruht die Ertragskraft auf der Reputation des Inhabers oder der Reputation der Firma (Produkte, Services, Mitarbeitende)? | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Bindung des Personals | Was hält Mitarbeitende bzw. zieht diese an: Die Person oder die Firma? | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Firmenname | Ist der Name der Firma personenbezogen oder allgemeingültig? | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Marketing und Branding | Wer ist die Marke: Der Unternehmer oder das Produkt, der Service? | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Kundennähe | Stehen Kunden in engem Kontakt zum Unternehmer? | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Wiederkehrende Erlöse | Sind die nachgefragten Produkte und Services weitgehend standardisiert? | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Organisationsgrad | Sind Prozesse dokumentiert und von Dritten beherrschbar und reproduzierbar? | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Geschützte Rechte | Sind Know-how und Technologien geschützt und übertragbar? | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Nennungen insgesamt und absolut | | 0 | 5 | 9 | 10 | 5 | 1 |
| Auf personen- oder geschäftsbezogenen Goodwill (Übergewinn) entfallender Teil | | 0% | 50% | 90% | 100% | 50% | 10% |

chende Planung entwickelt (vgl. Abbildung 3). Dabei wird bei Beispiel 1 und 2 davon ausgegangen, dass die den Kapitalkosten und dem geschäftsbezogenen Goodwill entsprechende Marge voll übertragbar ist und der personenbezogene Goodwill über fünf Jahre vollständig verschwindet. Für das Beispiel 3 wird das Abschmelzen sämtlicher Übergewinne bis zum Ende des Detailplanungszeitraums unterstellt.

Um unser Anliegen nicht zu verdecken, treffen wir nur die nötigsten Annahmen zu den Umsatzerlösen (jeweils 1250 p.a.), der EBIT-Marge (15%), den Kapitalkosten (10%), dem investierten Kapital zum Bewertungsstichtag (500) und dem Steuersatz (20%). Diese Parameter lassen wir aus Gründen der Übersichtlichkeit unverändert.

Hintergrund des Abschmelzens der personenbezogenen Marge ist, dass dies im Grunde eine Vergütung des Unternehmers für alle von ihm erbrachten und nicht explizit und marktüblich bepreisten Leistungen ist (Know-how, Akquise, Mitarbeiterführung, Netzwerk usw.). Soweit diese vom Verkäufer nicht mehr erbracht werden bzw. in den Gewinnen auch nicht mehr nachhallen, werden ihm diese auch nicht über den Kaufpreis vergütet.

Ob und inwieweit die geschäftsbezogene Marge abgeschmolzen wird, hängt von der Resilienz, also der Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells gegenüber Konkurrenten, ab. Überrenditen sind – so jedenfalls die Meinung – nur zeitweise möglich.²⁹ Im Einzelfall mag es auch einem KMU möglich sein, dauerhafte Überrenditen zu erzielen; dies sollte aber genau analysiert und begründet werden.

Noch ein methodischer Hinweis: Das dargestellte Bewertungsmodell wird in ähnlicher Form zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte (auch einem Goodwill) für Zwecke der Rechnungslegung verwendet (sogenanntes Excess-Earnings-

Modell).³⁰ Dabei wird mit differenzierten Kapitalkosten gearbeitet, um dem höheren Risiko immaterieller Vermögenswerte Rechnung zu tragen. Wir rechnen hier mit einheitlichen Kapitalkosten, berücksichtigen das Risiko aber durch die Abschmelzung im Zähler, was zu jeweils identischen Ergebnissen führen wird.

2.4 Berechnung des Restwerts

Auf den sogenannten Restwert – also den Wertbeitrag jenseits des Detailplanungszeitraums – entfällt in DCF-Standardmodellen ein grosser Teil des Unternehmenswerts. Gleichzeitig ist dies der unsicherste Wert der Gleichung, was Kritik am Konzept hervorruft. Nachfolgend wird

Abbildung 3: Detailplanung der übertragbaren Ertragskraft

| Beispiel 1 «Tankstelle» | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| Umsatz | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 |
| EBIT-Marge gemäss Planung | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| – davon kapitalbezogen | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| – davon personenbezogen | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| – davon geschäftsbezogen | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| EBIT-Marge übertragbar | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| EBIT übertragbar | 188 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| – Steuern (20%) | -38 | -38 | -38 | -38 | -38 |
| NOPAT übertragbar | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Barwerte | 136 | 124 | 113 | 102 | 93 |
| Wertbeitrag aus der Detailplanung | 569 | | | | |
| Beispiel 2 «Haustechnik» | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Umsatz | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 |
| EBIT-Marge gemäss Planung | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| – davon kapitalbezogen | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| – davon personenbezogen | 5% | 4% | 3% | 2% | 1% |
| – davon geschäftsbezogen | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| EBIT-Marge übertragbar | 15% | 14% | 13% | 12% | 11% |
| EBIT übertragbar | 188 | 175 | 163 | 150 | 138 |
| – Steuern (20%) | -38 | -35 | -33 | -30 | -28 |
| NOPAT übertragbar | 150 | 140 | 130 | 120 | 110 |
| Barwerte | 136 | 116 | 98 | 82 | 68 |
| Wertbeitrag aus der Detailplanung | 500 | | | | |
| Beispiel 3 «Treuhand» | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Umsatz | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 | 1250 |
| EBIT-Marge gemäss Planung | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| – davon kapitalbezogen | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| – davon personenbezogen | 9% | 6% | 4% | 2% | 0% |
| – davon geschäftsbezogen | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% |
| EBIT-Marge übertragbar | 15% | 12% | 10% | 7% | 5% |
| EBIT übertragbar | 188 | 150 | 125 | 88 | 63 |
| – Steuern (20%) | -38 | -30 | -25 | -18 | -13 |
| NOPAT übertragbar | 150 | 120 | 100 | 70 | 50 |
| Barwerte | 136 | 99 | 75 | 48 | 31 |
| Wertbeitrag aus der Detailplanung | 390 | | | | |

dargestellt, wie dieser Kritik begegnet und ein sachgerechter Restwert für KMU berechnet werden kann.

Zunächst: Wann beginnt der Restwertzeitraum? Dies grundsätzlich erst dann, wenn das Unternehmen seinen «eingeschwungenen Zustand», den sogenannten «steady state» erreicht hat. Dies beschreibt eine ewig andauernde Phase der kontemplativen Ruhe, in der das Unternehmen allenfalls noch seine Grösse, hingegen nicht mehr seine Struktur verändert. Praktisch wird das bei kaum einem Unternehmen der Fall sein. Dies spielt bei KMU dann aber auch keine grosse Rolle, wenn von einem personenbezogenen Geschäftsmodell ausgegangen werden muss. Hier wird der verkaufte «Rucksack» bewertet – wird dieser vom Käufer neu gefüllt oder eine andere Route eingeschlagen, ist das seine Sache.

→ **Praxistipp:** Bei einem KMU wird dann in den Restwert übergeleitet werden können, wenn die personenbezogenen Übergewinne abgeschmolzen wurden und sich das Unternehmen auf einem nachhaltigen, von der Person des Verkäufers unabhängigen Rendite-niveau bewegt.

Nun zur Art und Weise, wie ein plausibler Restwert abgeleitet werden kann. Die FM 2018 sieht hier drei Varianten vor: (1) Fortschreibungen der Detailplanung, (2) Wertfaktorenmodell oder (3) Liquidations- bzw. Ausstiegswert.³¹ Dabei handelt es sich nicht um Alternativen, sondern um Lösungen, die dem jeweiligen Einzelfall Rechnung tragen müssen.

So ist die Fortschreibung der Detailplanung dann sachgerecht, wenn das letzte Jahr des Planungszeitraums auch repräsentativ ist, und zwar bezüglich Marge und Wachstum. Dies setzt eine kontinuierliche Unternehmensentwicklung voraus, einen bedeutend firmenbezogenen Goodwill und eine nachhaltig verteidigbare Marge (Resilienz). Dies wäre beispielsweise bei Unternehmen vom Typus «Tankstelle» (Beispiel 1) am ehesten der Fall. Angenommen werden kann hier auch ein weiteres kontinuierliches Wachstum (ausgedrückt mit der Wachstumsrate g).

Doch nur wenige KMU werden ein solch stabiles Geschäftsmodell haben. Da dann aus der Detailplanung nicht auf die Ewigkeit geschlossen werden kann, sind eigenständige Überlegungen zu den Bedingungen von Wachstum und Rendite sowie den dazu erforderlichen Investitionen anzustellen. Hierzu eignen sich Wertfaktorenmodelle, die mit nur zwei Annahmen (nämlich zum Wachstum und der nachhaltigen Kapitalrendite) zu brauchbaren Ergebnissen führen.³² Charmant ist deren Einfachheit: Nimmt man – was durchaus plausibel ist – an,

Abbildung 4: Varianten der Restwertberechnung

| Beispiel und Typus | Berechnung | Ökonomische Begründung | Restwert | Restwert am Stichtag |
|--------------------|----------------------------|---|----------|----------------------|
| «Tankstelle» | $\frac{NOPAT^*}{WACC - g}$ | Das Unternehmen erzielt nachhaltig eine Überrendite und wächst ertragreich mit einer (hier angenommenen) Wachstumsrate g. | 1667 | 1035 |
| «Haustechnik» | $\frac{NOPAT}{WACC}$ | Das Unternehmen erzielt nur noch auf dem vorhandenen Kapital Überrenditen, auf alle weiteren Investitionen werden nur die Kapitalkosten verdient. | 1222 | 683 |
| «Treuhand» | IC | Das Unternehmen verdient nur die Kapitalkosten auf das gesamte eingesetzte Kapital. | 556 | 310 |

* Richtigerweise müsste – da ein Wachstum unterstellt wird – mit dem Free Cashflow (FCF) und nicht dem NOPAT gearbeitet werden. Da wir bei den vorgängigen Beispielen NOPAT und FCF als identisch angenommen haben, behalten wir diese Vereinfachung auch hier bei.

dass kein Unternehmen dauerhaft Überrenditen erwirtschaften kann, benötigt man keine Annahmen zum Wachstum und den Investitionen. Denn sofern das Unternehmen nur seine Kapitalkosten verdient, schafft Wachstum keine Werte mehr. Der Restwert entspricht einfach dem Barwert des nachhaltig geschätzten NOPAT (vgl. Abbildung 4). Naheliegender wäre ein solcher Ansatz bei Unternehmen vom Typus «Haustechnik» (Beispiel 2), die in einem dynamischen und kompetitiven Umfeld tätig sind.

Dass für den Restwertzeitraum keine Überrenditen mehr angenommen werden, bedeutet nicht, dass sich das Unternehmen nicht mehr lohnt. Lediglich das zum Bewertungsstichtag vorhandene und übernommene Geschäftsmodell ist abgelaufen. Es bleibt zu hoffen und zu erwarten, dass es dem Käufer gelingt, neue und ertragreiche Geschäftsfelder zu erschliessen. Diese Überrenditen sind jedoch ausschliesslich der Lohn seiner Initiative, die allein dem Käufer zustehen und dem Verkäufer nicht vergütet werden.

Am anderen Ende des Spektrums stehen Unternehmen, bei denen der Erfolg fast ausschliesslich personenbezogen ist, wie der Typus «Treuhand» (Beispiel 3). Ohne den persönlichen Faktor sind diese Unternehmen nur eine Sammlung von Vermögenswerten und Schulden. In diesem Fall kann als Restwert der Substanzwert bzw. vereinfachend das investierte Kapital am Ende des Detailplanungszeitraums angenommen werden. Bewertungstechnisch wird damit unterstellt, dass das Unternehmen nur noch die Kapitalkosten auf das investierte Kapital verdient (die ewige Rente der auf das investierte Kapital verrechneten Kapitalkosten entspricht ja diesem).

Auch hier sei nochmals darauf hingewiesen: Die Berechnungen sind keine vollständigen Unternehmensplanungen, sondern daraus abgeleitete Sonderrechnungen für die Bewertung! Die Treuhandfirma aus Beispiel 3 mag nach fünf Jahren florieren und mittlerweile zehn Mitarbeitende haben. Dieser Erfolg beruht jedoch auf dem Erfolg des Käufers, für den der Verkäufer nichts bezahlt bekommt.

3. Vergangenheit ist nicht die Zukunft

Unsere Ausführungen sollten prägnant und praxisnah aufzeigen, wie KMU pragmatisch und sachgerecht mit DCF-Verfahren bewertet werden können. In Abbildung 5 wird der Wertbeitrag aus der Detailplanungsphase mit dem Restwert zum Gesamtwert des Unternehmens zusammengeführt.

Abbildung 5: Wertbeiträge und Unternehmenswerte

| Beispiel | Wertbeitrag Detailplanung | Wertbeitrag Restwert | Gesamtwert |
|---------------|---------------------------|----------------------|------------|
| «Tankstelle» | 569 | + 1035 | = 1603 |
| «Haustechnik» | 500 | + 683 | = 1183 |
| «Treuhand» | 390 | + 310 | = 700 |

Das Ende führt uns nun wieder zum Anfang zurück. Denn der das Praktikerverfahren gewöhnte Leser mag mit flinken Fingern eine Kontrollrechnung angestellt haben. Nehmen wir den NOPAT aus Beispiel 2 («Haustechnik») als Reingewinn, errechnet sich daraus bei Kapitalkosten von 10% ein Ertragswert von 1500 (1500/0.1). Da wir von einer reinen Eigenfinanzierung ausgehen, können wir das investierte Kapital als Substanzwert nehmen. Im gewichteten Mittel (1 × Substanzwert von 500 und 2 × Ertragswert von 1500) ergibt sich daraus ein Unternehmenswert von rund 1167, der sehr nahe beim DCF-Wert von 1183 liegt.

Doch nun sei vor falschen Schlüssen gewarnt! Denn man muss sich klarmachen, unter welchen Bedingungen dieses Ergebnis zustande kommt: (1) konstante Umsätze und stabile Margen, (2) konstante Kapitalbindung, (3) keine Insolvenz, also im Grunde eine bedenkenlose Fortschreibung der Vergangenheit. Ist dies ausnahmsweise der Fall, sind – was im Übrigen auch die Fachmitteilung ausdrücklich zulässt³³ – Praktikerverfahren auch weiterhin eine mögliche Alternative. Allerdings lehrt uns gerade die jüngste Zeit, dass nur derjenige auf Dauer besteht, der sich auch wandelt.

Auf einen weiteren Aspekt sei hingewiesen. Die dargestellte Vorgehensweise führt den Bewerter

– und mit ihm seinen Kunden – weg vom Rechnungswesen und tief in die betriebswirtschaftliche Beratung. Es geht von der Planung über den Wettbewerb in die den Erfolg bestimmenden Faktoren und letztlich den Kapitalmarkt. Das Fach- und Erfahrungswissen der Treuhandbranche kann umfassend präsentiert und eingesetzt werden. Daraus entstehen ein Mehrwert für den Kunden und Mehrerlöse für den Treuhänder. ■

- 1 Vgl. Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, Stand 2018 (FM 2018), RN 4.
- 2 Siehe bereits Axer Ernst, Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwerts (Goodwill), Berlin 1932, S. 22.
- 3 Siehe Henselmann Klaus, in: Peemöller Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 107.
- 4 Helbling bezeichnet sie als «reine Kompromisslösungen, die wie jeder Kompromiss theoretisch nicht begründet werden können», Helbling Carl, in: Peemöller Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 813. Im Übrigen merkte Käfer bereits 1946 an, dass «die Methode nur den Vorzug hat, das Denken zu ersparen» (Käfer Karl, Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Festgabe Otto Juzi, 1946, S. 71–98, S. 90).
- 5 Für Fusionsfälle sieht das Bundesgericht die Wahl der Bewertungsmethode als ausgehandelten Entscheid der Geschäftsleitung, der nur eingeschränkt gerichtlich überprüft werden kann (BGer vom 21.3.2012 – 4A_341/2011).
- 6 BGer vom 29.9.2015, 4A_187/2015, 4A_199/2015, E. 5.
- 7 BGer vom 18.9.2013, 2C_309/2013, 2C_310/2013.
- 8 BGer vom 3.4.2001, 4C.363/2000.
- 9 BGer vom 10.2.2010, 5A_733/2009, E. 6.2.
- 10 So beispielsweise BGer vom 18.9.2013, 2C_309/2013, 2C_310/2103: «Vermutungsweise führt der Einsatz neuerer Methoden, etwa der DCF-Methode, zu einer treffenderen Bestimmung des (dann auch steuerlich massgebenden) Werts. In gleicher Weise kann und muss eine Veranlagungsbehörde von der Praktikermethode abweichen, wenn diese zu keinem (betriebswirtschaftlich) befriedigenden Ergebnis führt».
- 11 So bereits Jaensch Günter, Empfehlungen zur Bewertung von ganzen Unternehmungen (Rezension), ZfbF 1969, S. 643–655 (S. 655).
- 12 Vgl. Helbling Carl, in: Peemöller Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012, S. 813.
- 13 Wellis Achilles, Praktische Anwendung von Bewertungsmethoden bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz, BewP 2012, S. 61–68 (62).
- 14 Hörler Valentin, Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, Master Thesis, FHS St. Gallen vom Juli 2018.
- 15 Vgl. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse, Zürich 2018, S. 20–32.
- 16 Dabei wird zunächst der Gesamtunternehmenswert ermittelt und dann der Wert des Eigenkapitals durch Abzug der Finanzschulden berechnet. Dazu auch Schmid Fabian, Bewertung eines KMU mittels DFC-Methode: Schritt für Schritt, in: Mathis/Nobs, Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, S. 28.
- 17 Auf die Schätzung der Kosten des Fremdkapitals wird hier nicht eingegangen. Die effektiven Zinsen sind häufig ein guter Schätzer.
- 18 Vgl. FM 2018, RN 103.
- 19 Vgl. Castedello Marc/Schöninger Stefan, Praxiswissen Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, S. 240.
- 20 Vgl. Pictet, Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2018).
- 21 Weiterführend vgl. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse, Zürich 2018, S. 119ff.
- 22 Siehe KPMG, Kapitalkostenstudie 2018, in der jeweils aktuellen Fassung problemlos über jede Suchmaschine zu finden. Weiter sei auf die quartalsweise aufdatierte Untersuchung für den Schweizer Kapitalmarkt von EY hingewiesen («Valuation Market Essentials», ebenfalls im Internet frei verfügbar) und unsere eigenen Berechnungen, die im EXPERTFOCUS 4/2019 erscheinen werden.
- 23 Vgl. Schmid Fabian (FN 16), S. 50f.
- 24 Zur formelhaften Herleitung und den hier vorgenommenen Vereinfachungen siehe Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse, Zürich 2018, S. 120ff.
- 25 Nur Hail Luzi/Meyer Conrad, Unternehmensbewertung, DST 2002, S. 578f.
- 26 Vgl. Preinreich Gabriel, The Law of Goodwill, The Accounting Review 1936, S. 317.
- 27 Vgl. FM 2018, RN 77.
- 28 Vgl. Wood David N., Goodwill Attributes – Assessing Utility, The Value Examiner 2007, S. 21–29; Gillmore Thomas, Simplified MUM for Determining Personal Goodwill, Business Valuation Update, 2/2016, S. 1–8.
- 29 Vgl. Stigler George, Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries, Princeton 1963, S. 54.
- 30 Dazu und zu den Unterschieden zwischen der Goodwill-Bewertung für Zwecke der Rechnungslegung und Bewertung vgl. Trugman Gary R., Understanding Business Valuation, New York 2017, S. 500f.
- 31 Vgl. FM 2018, RN 96–100.
- 32 Vgl. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTsuisse, Zürich 2018, S. 103 m.w.N.
- 33 FM 2018, RN 53.