



Fabian Schmid

Dr. rer. pol., CVA
Geschäftsführer und Mitgründer der wevalue
AG, Dozent an der Hochschule für Wirtschaft
FHNW, Brugg
fabian.schmid@wevalue.ch



Tobias Hüttche

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



Oscar Puyal

dipl. Wirtschaftsprüfer
Mandatsleiter Unternehmensberatung und
Mitglied des Kaders bei OBT, St. Gallen
oscar.puyal@obt.ch

Unternehmensbewertung

Berücksichtigung von Immobilien bei der Bewertung von KMU

Immobilien machen nicht selten einen Grossteil der Aktiven und des Werts einer Unternehmung aus. Insofern kommt ihnen auch bei der Bewertung von KMU eine hohe Bedeutung zu. In diesem Beitrag wird aufgezeigt, wie Immobilien bei einer Unternehmensbewertung sachgerecht zu berücksichtigen sind, und wo mögliche Stolpersteine liegen.

Unternehmen besitzen neben klassischen Vermögenswerten wie flüssigen Mitteln, Forderungen, Vorräten und mobilen Sachanlagen oftmals auch Immobilien. Ist dies der Fall, stellen sie in der Regel eine der gewichtigsten Positionen in Bilanz und Erfolgsrechnung dar.¹ Immobilien können entweder betrieblich bedingt sein oder eine Art Wertanlage (unbebautes Land, fremdvermietete Wohnung usw.) darstellen. Der letztere Fall ist bewertungstechnisch unproblematisch: Nicht betrieblich notwendige Immobilien werden separat bewertet und gehen als Sonderwert in den Unternehmenswert ein. Bei betrieblich genutzten Immobilien sind die Dinge etwas komplizierter, denn hier gehört

die Immobilie zwar zur wirtschaftlichen Einheit, dennoch werden sie häufig gesondert bewertet. Ein Grund dafür mag sein, dass die Bewertung einer Liegenschaft eigenen Gesetzmässigkeiten zu folgen scheint und daher auch eine gesonderte Bewertung für erforderlich erachtet wird. Ein anderer kann sein, dass das Herauslösen betrieblich genutzter Immobilien Gegenstand von Gestaltungsüberlegungen ist. Diese können durch Nachfolgeregelungen getrieben sein (ein Kind erhält das Unternehmen, das andere die Immobilie), die Verschlinkung der Bilanz vor einem Unternehmensverkauf zum Ziel haben oder auf rechtlich erforderliche Bewertungen mit den damit verbundenen Überlegungen zum

«Highest and Best Use» bei der Ermittlung von Verkehrswerten beruhen.

Der vorliegende Beitrag soll aufzeigen, wie Immobilien bei einer Unternehmensbewertung sachgerecht zu berücksichtigen sind, und welche Auswirkungen eine – gedachte oder effektive – Ausgliederung einer Immobilie hat. Worauf wir aufmerksam machen wollen – und das sei bereits an dieser Stelle verraten – ist, dass man bei diesen Überlegungen nicht nur die Immobilie im Auge haben muss, sondern auch die wertmässigen Effekte auf den verbleibenden Rumpfbetrieb. Dies veranschaulichen wir nach einem kurzen Abriss der theoretischen Grundlagen anhand eines konkreten Zahlenbeispiels.

1. Bewertungslehre

Der Unternehmenswert setzt sich aus dem Wert des operativen Geschäfts und allfälliger nicht-betriebsnotwendiger Vermögenswerte zusammen. Aus Sicht eines Investors entspricht der Wert des operativen Geschäfts dabei dem in der Zukunft erwarteten Nutzenzufluss, welcher auf Basis von DCF- oder Ertragswertmodellen ermittelt werden kann. Dabei werden die erwarteten Geldflüsse bzw. Ertragsströme mit den risikogerechten Kapitalkosten auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst.

Vor allem bei der Bewertung etablierter Familienunternehmen bzw. von KMU ist man oftmals mit der Situation konfrontiert, dass diese neben ihrer eigentlichen operativen Tätigkeit noch Vermögenswerte besitzen, die nicht direkt in das operative Geschäft eingebunden sind. Zu denken sei beispielsweise an überschüssige flüssige Mittel, Wertschriften- oder Immobilienanlagen.²

Solche nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte können die Bewertung mit dem DCF-Standardverfahren auf verschiedene Arten verzerrern. Erstens erscheinen die nicht-betrieblichen Vermögenswerte oftmals nicht oder zumindest nicht vollständig in der Erfolgs- und Geldflussrechnung. Ein solches Beispiel sind flüssige Mittel, die aufgrund des Tiefzinsniveaus zurzeit nichts abwerfen. Würde man diese überschüssigen flüssigen Mittel nicht separat berücksichtigen, würden ihre mageren Erträge mit den Kapitalkosten des operativen Geschäfts diskontiert und so rechnerisch fast vollständig entwertet.

Natürlich könnte man mit differenzierten Kapitalkosten arbeiten, aber deren Ableitung ist schon für das operative Geschäft aufwendig genug, sodass von solchen Wegen – zumindest bei der Bewertung von KMU – abgeraten wird.

2. Klassifizierung von Unternehmensimmobilien

Unternehmensimmobilien lassen sich nach dem Grad der Betriebsnotwendigkeit unterscheiden. Als betriebsnotwendige Immobilien gelten Grundstücke und Liegenschaften, die unmittelbar der betrieblichen Leistungserstellung dienen und tatsächlich hierfür genutzt werden.³ Bei nicht-betriebsnotwendigen Immobilien handelt es sich um Grundstücke und Gebäude, die für das Kerngeschäft nicht benötigt werden bzw. nicht mehr von Bedeutung sind.⁴

Bei einer effektiven Transaktion ist die Abgrenzung des übergelassenen Vermögens Verhandlungssache. Bei der Schätzung eines Verkehrswerts im Rahmen einer objektivierte Bewertung müssen hingegen Annahmen getroffen werden. Wenden wir uns zunächst der Abgrenzung und

Berücksichtigung von nicht-betrieblichen Immobilien zu.

2.1 Betrieblich nicht notwendige Immobilien

Ob Vermögen notwendig ist oder nicht, wird grundsätzlich funktional abgegrenzt: Nicht notwendiges Vermögen zeichnet sich dadurch aus, dass es veräußert werden kann, ohne dass davon der eigentliche Geschäftszweck beeinträchtigt wird.⁵ Die Abgrenzung kann hilfsweise auch wertmässig erfolgen: Danach rentiert sich nicht notwendiges Vermögen üblicherweise weniger als das notwendige Vermögen.⁶ Dieses Kriterium dürfte insbesondere auf überschüssige flüssige Mittel oder Liegenschaften zutreffen.

Für eine funktionale Abgrenzung kommt es nicht darauf an, ob die Veräußerung tatsächlich geplant ist. Auch die Tatsache, dass Vermögenswerte tatsächlich genutzt werden, ist für sich genommen noch nicht ausreichend. Richtigerweise sollte auf ein optimiertes – wenn auch nicht gezwungenermassen optimales – Unternehmenskonzept abgestellt werden, das machbare und branchenübliche Umstrukturierungen als möglich annimmt.⁷

Soweit das Bundesgericht erkennbar zum betrieblich nicht notwendigen Vermögen Stellung genommen hat, so erfolgte dies einmal recht kleinteilig mit eher anekdotischer Evidenz (Wein, der von einem Weinbaubetrieb für Degustationen verwendet wird, qualifiziert danach als nicht betriebsnotwendig).⁸ Ein weiteres Urteil wendet eine der funktionalen Abgrenzung ähnliche Argumentation an (nicht operativ benötigte und an Dritte vermietete Räumlichkeiten wurden als nicht-betriebsnotwendig angesehen).⁹ Weitergehend wurden dort auch wertmässige Rückwirkungen auf das operative Geschäft für ausreichend gehalten, die betriebliche Notwendigkeit zu begründen: Im konkreten Fall wurden zwei über einem Garagenbetrieb gelegene Wohnungen als betriebsnotwendig anerkannt, da «es nicht auszuschliessen (sei), dass im Falle eines Verkaufs des Unternehmens gerade diese Abtrennung dem Verkäufer als erhebliche Entwertung entgegengehalten wird»¹⁰.

Die Bewertung des nicht notwendigen Vermögens erfolgt zum geschätzten Nettoveräußerungserlös, also dem geschätzten Verkaufspreis abzüglich Verkaufskosten und der darauf entfallenden Steuern. Bei der Schätzung des Preises ist die angenommene Verkaufsgeschwindigkeit von Bedeutung. Bei der Ermittlung subjektiver Werte wird man dabei auf die konkreten Planungen abstellen bzw. im Übrigen einen Verkauf im normalen Geschäftsgang unterstellen können. Ähnliches gilt laut Bundesgericht auch bei der Berechnung objektivierter Werte.¹¹ Kurzfristig und mit einem Abschlag zu realisierende Liquidations- oder Occasionswerte sind dann

massgeblich, wenn die Veräußerung zum Bewertungsstichtag geplant oder unausweichlich war. Ansonsten kann «auf einen unter normalen Umständen und ohne Rücksicht auf persönliche Verhältnisse erzielbaren Verkaufspreis»¹² abgestellt werden.

Weil das nicht-betriebsnotwendige Vermögen nicht zu den operativen finanziellen Überschüssen beiträgt oder eine andere Risikostruktur aufweist, ist dieses bei der Bewertung des operativen Geschäfts auszuscheiden und gesondert zu bewerten. Der Gesamtunternehmenswert ergibt sich dann aus dem Wert des operativen Geschäfts und dem Wert des nicht notwendigen Vermögens, beispielsweise überschüssige flüssige Mittel, Wertschriften oder fremdvermietete Immobilien.¹³

2.2 Betrieblich genutzte Immobilien

Etwas komplizierter liegen die Dinge bei betrieblich notwendigen und so genutzten Immobilien. Diese sind häufig Anlass, sich über strukturelle Veränderungen Gedanken zu machen, namentlich einer Trennung von operativem Betrieb und Immobilienbesitz. Auch hier gilt zunächst, dass dies bei einer effektiven Transaktion Sache der Parteien ist. Was dabei übergeht und wie bewertet wird, ist Verhandlungssache.

Bei der objektivierten Schätzung eines Verkehrswerts bspw. im Rahmen von rechtlich erforderlichen Bewertungen müssen hingegen Annahmen getroffen werden. Dabei ist das Unternehmen zu bewerten, «wie es steht und liegt». Angenommene Optimierungen dürfen nicht zu dessen vollständiger Veränderung und zu einer anderen Risikostruktur führen, was bei einer Trennung in Betriebs- und Besitzgesellschaft wohl der Fall wäre. Dient die Immobilie als Sicherheit für betriebliche Kredite, ist diese zweifellos auch betrieblich und muss im Eigentum des Unternehmens verbleiben.¹⁴

Nun zur eingangs aufgeworfenen Frage, ob in diesen Fällen eine gesonderte Bewertung der Immobilie erforderlich ist. Ohne Zweifel ergibt zunächst eine Bewertung auf der Grundlage des Unternehmensertrags Sinn.¹⁵ Dies hat den Vorteil, dass die Geldströme nicht separiert werden müssen. Auf der anderen Seite bleiben bei einer integrierten Bewertung mögliche Interdependenzen zwischen Immobilie und Betrieb verdeckt und es bleibt unklar, welcher Teil des Unternehmenswerts auf die Immobilie entfällt und welcher auf den eigentlichen operativen Betrieb.

Der Wert einer Unternehmensimmobilie lässt sich einerseits auf der Grundlage der gegenwärtigen Nutzung im Rahmen des ausgeübten Wirtschaftszweigs, andererseits anhand einer alternativen Nutzung bestimmen. Die alternative Nutzung der Unternehmensimmobilie, z.B. durch einen Erwerber, sollte dann ins Bewertungskalkül einfließen, wenn hierdurch eine

Abbildung 1: Bilanz und Erfolgsrechnung mit Immobilie (in TCHF)

Bilanz (Buchwerte)			
Umlaufvermögen	1500	Kurzfristiges Fremdkapital (unverzinslich)	1000
Mobile Sachanlagen	1000	Finanzverbindlichkeiten (Betriebskredit)	500
Immobilie (Annahme Verkehrswert = TCHF 2000)	1500	Eigenkapital	2500
Aktiven	4000	Passiven	4000

Erfolgsrechnung	
Umsatz	5000
Betriebsaufwände	-4060
Liegenschaftsaufwand	-25
EBITDA	915
Abschreibungen mobile Sachanlagen	-200
Abschreibungen Immobilie	-75
EBIT	640
Zinsaufwand	-15
EBT	625
Steuern (20%)	-125
Reingewinn	500

höherwertige Nutzung erreicht wird («Highest and Best Use»)¹⁶.

Soweit es sich um eine monofunktionale Immobilie handelt, dürfte eine Bewertung auf der Grundlage des Marktwerts mit gegenwärtiger Nutzung erfolgen. Als Beispiel lässt sich ein Hotel anführen, das sich allenfalls in ein Alters- und Pflegeheim, Boardinghouse oder in Studierendenwohnungen umgestalten lässt.

Liegt jedoch die Ausprägung einer multifunktionalen Unternehmensimmobilie mit der Möglichkeit zur Realisierung alternativer Nutzungen vor, kommt es bei der Auswahl der Wertdefinition und der Wertermittlungsverfahren darauf an, inwieweit sich unter Berücksichtigung der Kosten für die Realisierung alternativer Nutzungen tatsächlich wirtschaftlich vertretbare Transaktionspreise bilden lassen.¹⁷

3. Beispielhafte Unternehmensbewertung mit Betriebsimmobilie

3.1 Vorbemerkungen

In diesem Abschnitt soll anhand eines konkreten Zahlenbeispiels aufgezeigt werden, wie eine Betriebsimmobilie bei einer Bewertung angemessen berücksichtigt werden kann. Grundlage bildet das von der Fachmitteilung zur Bewertung von KMU empfohlene und als Best Practice geltende DCF-Bewertungsverfahren, das konsequent auf zukünftige Geldflüsse abstützt.¹⁸ Dabei wird vereinfachend unterstellt, dass die Cashflows ab dem ersten Zukunftsjahr konstant bleiben und sich Abschreibungen und Investitionen durchgehend entsprechen. Dies hat zur Folge, dass der NOPAT dem Free Cashflow entspricht und der Reingewinn dem Free Cashflow zu Equity. Diese Grössen werden dann – analog dem Restwert im DCF-Verfahren bzw. dem Ertragswertverfahren – mit den dazugehörigen Kapitalkosten ewig kapitalisiert, um den Bruttoundernehmenswert

(Entity-Methode) und Nettoundernehmenswert (Equity-Methode) zu ermitteln.

3.2 Ausgangslage

Von einem KMU im Produktionssektor liegt die in Abbildung 1 ersichtliche Bilanz und Erfolgsrechnung (in TCHF) vor.

Bei den abgebildeten Bilanzwerten handelt es sich um Buchwerte. Die Immobilie betrifft die betrieblich genutzte Produktionshalle, welche – aus Gründen der Einfachheit – als vollständig eigenfinanziert angenommen wird.¹⁹ Eine externe Liegenschaftsschätzung beziffert den Verkehrswert der Betriebsimmobilie auf 2000 TCHF. Es scheinen auf dieser Position also stille Reserven (Zwangsreserven) zu bestehen. Auf dem Umlaufvermögen und den mobilen Sachanlagen sind keine stillen Reserven auszumachen. Die Finanzverbindlichkeiten dienen der Finanzierung der operativen Tätigkeit, also primär dem Nettoumlaufvermögen.

Bei den in der Erfolgsrechnung aufgeführten Werten handelt es sich um bereinigte, betriebliche Werte. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich diese Grössen nachhaltig, d.h. ewig, realisieren lassen. Die mit der Betriebsimmobilie anfallenden Liegenschaftsaufwände (Unterhalt, Reparaturen usw.) belaufen sich auf 25 TCHF und die Abschreibungen betragen 75 TCHF.

Die Kapitalkosten werden auf Basis von Marktdaten und vergleichbarer Unternehmen («Peer Group») wie in Abbildung 2 geschätzt.

Abbildung 2: Kapitalkostenschätzung (inkl. Immobilie)

Kapitalkosten			
Eigenkapitalkosten	12,50%		
Fremdkapitalkosten	3,00%		
Steuersatz	20,00%		
Marktwert Fremdkapital	500	11,11%	
Marktwert Eigenkapital	4000	88,89%	
WACC	11,38%		

Die Fremdkapitalkosten entsprechen dem Verhältnis von Zinsaufwand und Finanzverbindlichkeiten. Die Eigenkapitalkosten setzen sich aus einem risikolosen Zinssatz und einer Risikoprämie zusammen (z.B. mittels CAPM oder vereinfachtem Zuschlagsverfahren abgeleitet). Entscheidend ist, dass die Eigen- und Fremdkapitalkosten mit den entsprechenden Marktwertgewichten in die WACC-Berechnung eingehen. Beim Fremdkapital kann vereinfachend unterstellt werden, dass der Marktwert dem bilanzierten Wert der Finanzverbindlichkeiten entspricht (die unverzinslichen Fremdkapitalkomponenten wie Kreditoren usw. fliessen bei der DCF-Methode als Bestandteil der Cashflows in die Bewertung ein).

Etwas schwieriger wird es beim Eigenkapital. Der Marktwert des Eigenkapitals entspricht nicht etwa dem um die stillen Reserven bereinigten Buchwert, sondern dem aus der Bewertung resultierenden Nettoundernehmenswert. Da dieser jedoch noch nicht bekannt ist, sondern das eigentliche Ergebnis der Bewertungsaufgabe darstellt, muss dieser vorerst entweder geschätzt (z.B. auf Basis der Peer Group oder branchenüblicher Werte) und anschliessend so lange iteriert werden, bis dies dem Ergebnis der Bewertung entspricht. Oder aber man unterstellt konstante Eigenkapitalkosten, berechnet zuerst den Nettoundernehmenswert mittels Equity-Ansatz und setzt diesen Marktwert dann als Eigenkapitalgewichtungsfaktor in die WACC-Berechnung ein.

Die Betriebsimmobilie soll nun einmal als integraler Bestandteil der Unternehmung, also gemeinsam mit dem Restbetrieb, bewertet werden. In einer alternativen Modellierungsvariante soll die Liegenschaft direkt mit ihrem geschätzten Verkehrswert von 2000 TCHF angesetzt und der Restbetrieb ohne Liegenschaft bewertet werden. Dies entspricht quasi einem «Sale and Lease Back»-Geschäft, bei dem die Immobilie an eine Schwestergesellschaft oder Drittfirma ausgelagert und zu Marktbedingungen zurückgemietet wird.

3.3 Betriebsimmobilie zusammen mit Restbetrieb bewerten

Diese Berechnung ist ziemlich «straight forward». Weil die Betriebsimmobilie zusammen mit den restlichen Cashflows des Produktionsbetriebs bewertet wird, bedarf es keiner vorgängigen Aufspaltung der Erträge, Aufwände und Cashflows in «Betriebsimmobilie» und «Restbetrieb». Stattdessen kann direkt auf die in der Erfolgsrechnung ersichtlichen Gewinngrössen bzw. die sich aus Bilanz und Erfolgsrechnung ergebenden Cashflowgrössen abgestellt werden. Kapitalisiert man den Reingewinn bzw. Free Cashflow zu Equity von 500 TCHF mit den Eigenkapitalkosten von 12,5 Prozent, so resultiert ein Nettoundernehmenswert von 4000 TCHF. Ein gleiches Ergebnis resultiert, wenn der NOPAT

bzw. Free Cashflow von 512 TCHF mit dem WACC von 11,38 Prozent kapitalisiert wird und anschliessend die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert werden (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Unternehmensbewertung mit integrierter Berücksichtigung der Immobilie

Equity-Methode	
Reingewinn (Annahme = Free Cashflow to Equity)	500
Eigenkapitalkosten	12,50%
Nettounternehmenswert	4000

Entity-Methode	
EBIT	640
Steuern (20% auf EBIT)	-128
NOPAT (Annahme = Free Cashflow)	512
WACC	11,38%
Bruttoundernehmenswert	4500
Finanzverbindlichkeiten	-500
Nettoundernehmenswert	4000

Weil die bei der WACC-Berechnung zur Gewichtung der Kostensätze angenommenen Marktwerte den Finanzverbindlichkeiten bzw. dem resultierenden Nettoundernehmenswert entsprechen, führen beide Methoden (Equity und Entity) zum selben Ergebnis. Dies ist in der Praxis jeweils ein wertvoller Plausibilitätscheck, um zu überprüfen, ob die Annahmen in sich konsistent sind und die bei der Kapitalkostenermittlung unterstellte Kapitalstruktur zum Bewertungsergebnis passt.

3.4 Bilanz zu Marktwerten und vermögenswertspezifische Renditen

Wie die Unternehmensbewertung ergeben hat, fällt der Marktwert des Eigenkapitals (= Nettoundernehmenswert) mit 4000 TCHF höher aus als der Buchwert des Eigenkapitals mit 2500 TCHF. Von der Differenz von 1500 TCHF entfallen annahmegemäss 500 TCHF auf die Betriebsimmobilie (Differenz zwischen Buchwert von 1500 TCHF und Verkehrswert gemäss externem Liegenschaftsgutachten von 2000 TCHF). Die restliche Differenz zwischen Marktwert und Buchwert in Höhe von 1000 TCHF entfällt auf den Goodwill oder andere nicht bilanzierte immaterielle Werte. Die einzelnen Marktwerte sind in der Bilanz in Abbildung 4 dargestellt.

Es ist allgemein bekannt, dass eine Bilanz stets ausgeglichen sein muss und Aktiven und Passiven somit immer gleich gross sein müssen. Dieses Mantra lässt sich nun auch auf die hinter den Vermögenswerten steckenden Rendite-

erwartungen übertragen. Der auf der Passivseite ermittelte WACC kann als gewichteter Durchschnitt der erforderlichen Renditen für die einzelnen Vermögenswerte (= Weighted Average Return on Assets, WARA) angesehen werden.²⁰ Ein Unternehmen stellt gewissermassen ein Portfolio von verschiedenen Vermögenswerten dar. Daher sollte die gewichtete durchschnittliche Rendite des Portfolios von Vermögenswerten (materielle und immaterielle) konzeptionell den gewichteten durchschnittlichen Kosten aller eingesetzten Kapitalformen (Fremd- und Eigenkapital), d.h. dem WACC, entsprechen. Abbildung 5 stellt diese Gleichgewichtsbedingung schematisch dar.²¹

Die Frage ist nun, wie sich die einzelnen vermögenswertspezifischen Renditen bestimmen lassen. Da diese nicht den buchhalterischen Renditen entsprechen, sondern den von den Marktteilnehmern bzw. Investoren erwarteten, bedarf es – analog der Kapitalkosten – einer Schätzung. Im Allgemeinen sollte das individuelle Risikoprofil der einzelnen Vermögenskategorien bei der Schätzung der angemessenen Renditen berücksichtigt werden. Die Liquidität der Vermögenswerte in der Bilanz kann dabei als Anhaltspunkt dienen. Nettoumlaufvermögen dürfte am liquidesten sein, immaterielle Vermögenswerte am illiquidesten. Damit verbunden ist auch die Fähigkeit zur Finanzierung durch Fremdkapital und die Stabilität der durch die jeweiligen Vermögenswerte resultierenden Ertrags- und Geldströme.

Das Risikoprofil der Aktiven eines Unternehmens nimmt im Allgemeinen zu, je weiter man in der Bilanz nach unten wandert. Gleichzeitig verlagert sich die Art der Finanzierung dieser Aktiven von Fremd- auf Eigenkapital, wenn das Risikoprofil steigt.²² Sachanlagen, insbesondere auch Immobilien, können als Sicherheiten bei der Beschaffung von Fremdkapital bereitgestellt werden. Dies als grosser Unterschied zu immateriellen Vermögenswerten wie Goodwill, die nur schwer zu fassen sind und daher oftmals ausschliesslich mit Eigenkapital finanziert werden müssen. Abbildung 6 fasst den Zusammenhang von Rendite und Risiko der einzelnen Vermögenskategorien zusammen.

Es gibt keine allgemeingültigen Richtwerte, wie hoch die Renditen für die einzelnen Vermögenswertkategorien sind. Grundsätzlich kann aber wohl gesagt werden, dass sich die Rendite des Nettoumlaufvermögens an den Fremdkapitalkosten orientiert und die immateriellen Werte

sowie der Goodwill vermögenswertspezifische Renditen in Höhe der Eigenkapitalkosten oder mehr abwerfen müssen.²³ So wird die «WACC to WARA»-Analyse auch überwiegend im Rahmen von Kaufpreisallokationen nach IFRS verwendet, um den sich als Residuum ergebenden Goodwill anhand seiner sich ebenfalls als Residuum ergebenden Kapitalkosten auf Plausibilität zu prüfen.

Die mobilen und immobilen Sachanlagen dürften irgendwo zwischen Umlaufvermögen und Goodwill liegen, wobei bei Immobilien aufgrund der höheren Sicherheit als Grundpfand bzw. der besseren Verwertbarkeit wohl eine tiefere Rendite unterstellt werden kann als bei Maschinen. Kommen wir zurück zu unserem Beispiel. Nachdem der WACC und somit der WARA sowie die Marktwerte der einzelnen Vermögenswerte bekannt sind, bedarf es in einem letzten Schritt noch einer Schätzung der vermögenswertspezifischen Renditen. Unterstellen wir eine Rendite von 4 Prozent auf dem Nettoumlaufvermögen, 6 Prozent auf der Immobilie und 10 Prozent auf den mobilen Sachanlagen, so muss der Goodwill als Restgrösse eine Rendite von 27,2 Prozent aufweisen, damit der WARA dem WACC entspricht (vgl. Abbildung 4).

Üblicherweise sollte die für den Goodwill angenommene Kapitalrendite nicht zu weit über dem WACC liegen. In unserem Beispiel liegt der Grund dafür einerseits in den vergleichsweise tief angenommenen Renditen der restlichen Vermögenswerte (insbesondere auch der Immobilie, die fast die Hälfte der marktwertgewichteten Aktiven ausmacht). Andererseits liegt es an der vereinfachenden Annahme einer ewigen Rente und der Tatsache, dass bis in alle Ewigkeit von einem Übergewinn ausgegangen wird (RONIC > WACC bzw. Eigenkapitalrendite > Eigenkapitalkosten). Im «echten Leben» wäre dies Anlass, über die Modellierung des Restwerts nachzudenken.

Es dürfte nicht komplett abwegig sein, sich beim Nettoumlaufvermögen an den Fremdkapitalkosten und bei der Immobilie an branchenüblichen Renditen bzw. den im Liegenschaftsgutachten verwendeten Diskontsatz zu orientieren. Ob diese Diskontsätze bei 4, 7 oder 10 Prozent liegen, ist jedoch von Immobilie zu Immobilie verschieden. So dürfte ein Shoppingcenter unterschiedlicheren Renditeerwartungen unterworfen sein als ein Industriepark, ein Hotel oder eine Logistikimmobilie. Die Renditeerwartung ist also eng mit der Nutzung der Immobilie verbunden.²⁴

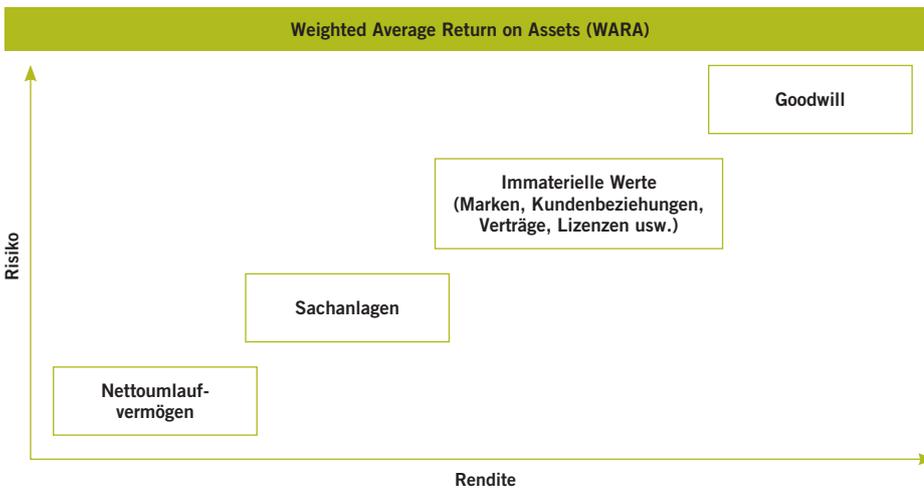
Abbildung 4: Marktwertgewichtete Bilanz mit vermögenswertspezifischen Renditen und Kapitalkosten (inkl. Immobilie)

Bilanz (Marktwerte) mit vermögenswertspezifischen Renditen und Kapitalkosten					
Nettoumlaufvermögen (UV abzüglich kfr. FK)	500	4,00%	Finanzverbindlichkeiten (Betriebskredit)	500	2,40%
Mobile Sachanlagen	1000	10,00%	Eigenkapital (Marktwert)	4000	12,50%
Immobilie	2000	6,00%			
Goodwill	1000	27,20%			
Aktiven (Marktwerte) bzw. WARA	4500	11,38%	Passiven (Marktwerte) bzw. WACC	4500	11,38%

Abbildung 5: WARA-WACC-Überleitung



Abbildung 6: Rendite und Risiko der verschiedenen Vermögenswertkategorien



3.5 Berücksichtigung der Betriebsimmobilie zum Verkehrswert und separate Bewertung des Restbetriebs

Besitzt ein KMU Immobilien – betriebliche oder nicht-betriebliche – und machen diese einen Grossteil der Aktiven aus, so kommt es oftmals vor, dass professionelle Liegenschaftenschätzer mit der Wertermittlung der Immobilie beauftragt werden. Der Verkehrswert der Immobilie wird dabei – je nach Objekt – mithilfe der DCF-, Ertragswert-, Realwert- oder hedonischen Methode ermittelt bzw. einem Mix daraus.

Im vorliegenden Beispiel wurde der Verkehrswert der Betriebsimmobilie auf 2000 TCHF beziffert. Nimmt man nun eine vermögenswertspezifische Rendite von 6 Prozent an (diese könnte z.B. dem im Liegenschaftsgutachten verwendeten Diskontsatz entsprechen), so muss die Liegenschaft pro Jahr einen NOPAT bzw. Free Cashflow von 120 TCHF (2000 TCHF × 0,06) abwerfen. Ersetzt man also den ursprünglichen Liegenschaftsauf-

wand und die Abschreibungen auf der Immobilie mit einer kalkulatorischen Miete (Annahme: «Sale and Lease Back»), so muss diese in einer Höhe angesetzt werden, dass der jährliche NOPAT bzw. Free Cashflow um 120 TCHF tiefer ausfällt. Dadurch ist sichergestellt, dass sich der NOPAT bzw. Free Cashflow der Betriebsimmobilie und des Restbetriebs wieder auf den ursprünglichen, konsolidierten Betrag aufsummiert.

Die Frage ist nun, was mit dem Risiko bzw. den Kapitalkosten des Restbetriebs passiert, wenn die Betriebsimmobilie – zumindest gedanklich – herausgelöst und separat bewertet und zu Marktkonditionen an die operative Gesellschaft zurückvermietet wird. Aus der ursprünglichen Bilanz wird die Immobilie separiert. Dies hat zur Folge, dass mehr Gewicht auf die restlichen Vermögenswerte entfällt und sich der WARA erhöhen muss, da für die Immobilie eine tiefere Rendite angenommen wurde als für die restlichen Vermögenswerte. Da wiederum WARA = WACC gilt,

bedarf folglich auch der WACC einer Korrektur nach oben.

Unterstellen wir, dass die Finanzverbindlichkeiten und deren Konditionen unabhängig von der Immobilie sind, bleiben einzig und allein die Eigenkapitalkosten als veränderbare Grösse übrig. Wie sich zeigen bzw. anhand eines Dreisatzes berechnen lässt, müssen die Eigenkapitalkosten von 12,5 auf 19 Prozent ansteigen, damit ein WACC resultiert, der mit dem WARA (ohne Immobilie) übereinstimmt. Ein Anstieg der Eigenkapitalkosten und somit des WACC ist auch daher intuitiv nachvollziehbar, weil das KMU durch das Ausgliedern der Immobilie in eine eigene Gesellschaft weniger verwertbare und als Sicherheiten dienende Aktiven aufweist und der Wert des Restbetriebs stärker auf dem unbesicherten und stark risikobehafteten Goodwill beruht (vgl. Abbildung 7).

Nachdem die neuen Eigenkapitalkosten und der WACC des operativen Rumpfbetriebs eruiert sind, können die Unternehmenswerte auf Basis des NOPAT bzw. Reingewinns wie in Abbildung 8 ermittelt werden.

Wie sich zeigt, ergibt sich sowohl bei der Equity- als auch bei der Entity-Methode ein Nettounternehmenswert des Rumpfbetriebs (exkl. Immobilie) von 2000 TCHF. Addiert man den Verkehrswert der Betriebsimmobilie hinzu, resultieren wieder die ursprünglichen 4000 TCHF, also der Gesamtunternehmenswert netto.

3.6 Gleiche oder differenzierte Kapitalkosten?

Ein kritischer Punkt im Ganzen ist die Festlegung des Kapitalkostensatzes. Oftmals wird man insbesondere bei den Eigenkapitalkosten, genauer gesagt beim Betafaktor, auf die Daten von als vergleichbar eingestuften Unternehmen («Peer Group») zurückgreifen. Dies bedingt, dass nicht nur eine Vergleichbarkeit hinsichtlich Industrie und Geschäftsmodell gegeben sein muss, sondern eigentlich auch bezüglich des Investitionsrisikos der einzelnen Vermögenswerte.²⁵ So dürfte das Beta ein anderes sein, wenn die Vergleichsunternehmung Immobilien besitzt, als wenn sie vollständig eingemietet ist. Dies erschwert das Auffinden von Vergleichsunternehmen zusätzlich und macht das Ableiten der Kapitalkosten bei KMU nicht selten zu einer Herkulesaufgabe. Aufbereitete Datenbanken bzw. Richtwerte zu allfälligen Risikoabschlägen bei Immobilienbesitz könnten hier Abhilfe schaffen.

Abbildung 7: Marktwertgewichtete Bilanz mit vermögenswertspezifischen Renditen und Kapitalkosten (exkl. Immobilie)

Bilanz (Marktwerte) mit vermögenswertspezifischen Renditen und Kapitalkosten					
Nettoumlaufvermögen (UV abzüglich kfr. FK)	500	4,00%	Finanzverbindlichkeiten (Betriebskredit)	500	2,40%
Mobile Sachanlagen	1000	10,00%	Eigenkapital (Marktwert)	2000	19,00%
Immobilie	-	6,00%			
Goodwill	1000	27,20%			
Aktiven (Marktwerte) bzw. WARA	2500	15,68%	Passiven (Marktwerte) bzw. WACC	2500	15,68%

Abbildung 8: Unternehmensbewertung mit separater Berücksichtigung der Immobilie

Erfolgsrechnung	
Umsatz	5000
Betriebsaufwände	-4060
Kalkulatorische Miete	-250
EBITDA	690
Abschreibungen mobile Sachanlagen	-200
Abschreibungen Immobilie	-
EBIT	490
Zinsaufwand	-15
EBT	475
Steuern (20%)	-95
Reingewinn	380

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	19,00%
Fremdkapitalkosten	3,00%
Steuersatz	20,00%
Marktwert Fremdkapital	500 20,00%
Marktwert Eigenkapital	2000 80,00%
WACC	15,68%

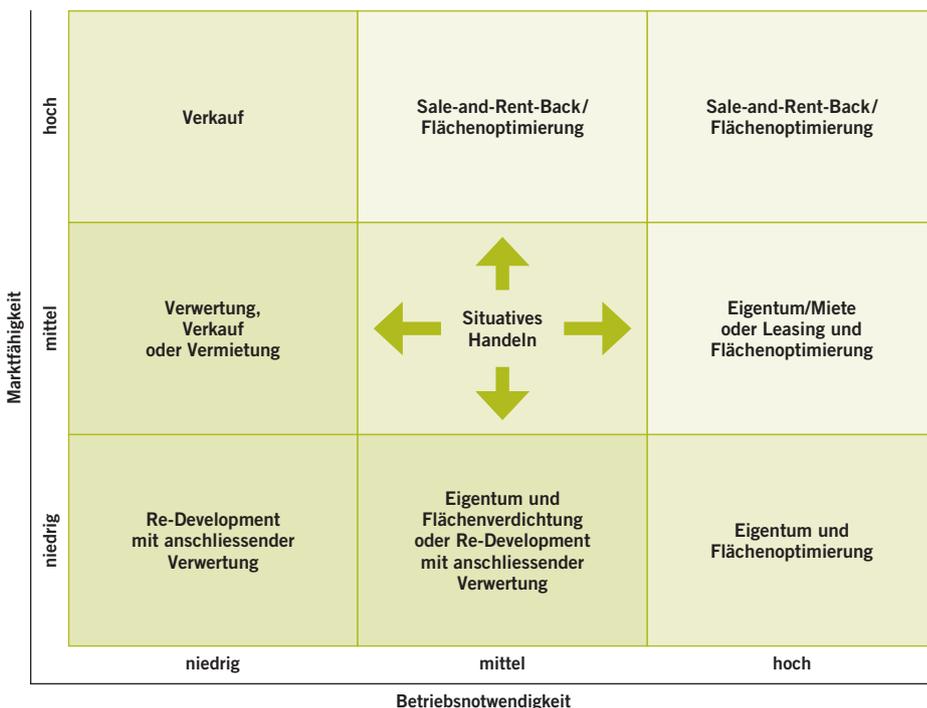
Equity-Methode	
Reingewinn (Annahme = Free Cashflow to Equity)	380
Eigenkapitalkosten	19,00%
Nettoundernehmenswert (exkl. Immobilie)	2000
Verkehrswert Immobilie	2000
Gesamtunternehmenswert netto	4000

Entity-Methode	
EBIT	490
Steuern (20% auf EBIT)	-98
NOPAT (Annahme = Free Cashflow)	392
WACC	15,68%
Bruttoundernehmenswert (exkl. Immobilie)	2500
Finanzverbindlichkeiten	-500
Nettoundernehmenswert (exkl. Immobilie)	2000
Verkehrswert Immobilie	2000
Gesamtunternehmenswert netto	4000

Unterstellt man hingegen, dass die betrieblich genutzte Immobilie bei angenommener Fortführung des Unternehmens demselben operativen Risiko unterliegt wie das restliche operative Vermögen, wird der Betafaktor für bis auf den Immobilienbesitz (einmal mit, einmal ohne) identische Unternehmen der gleiche sein.²⁶ Das Unternehmen ist mit der unternehmerischen Verwendung dieses Objekts eben nicht am Immobilienmarkt tätig, sondern in seinem jeweiligen Markt. Die Immobilie muss unter dieser Annahme dieselben Kapitalkosten verdienen wie der gesamte Betrieb.²⁷ Eine Immobilie ist dann eben auch eine Produktionsanlage wie jede andere.

Wie stark Immobilie und Betrieb miteinander verflochten sind und ob eine Separierung bzw. alternative Nutzung der Immobilie möglich ist, muss im Einzelfall geprüft werden. Im Zweifels-

Abbildung 9: Optimale Immobilienstrategien in Abhängigkeit der Marktfähigkeit und Betriebsnotwendigkeit



Quelle: Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, Masterthesis Universität Zürich 2014, S. 56.

fall ist die Annahme eines gleichen Risikoprofils und somit identischer Kapitalkosten wohl ein vertretbarer Weg, insbesondere bei KMU.²⁸

3.7 «Highest and Best Use» vs. alternative Immobilienverwertungsstrategien

Was soll uns dieses Beispiel nun zeigen? Unterstellt man im Ursprungsbetrieb bereits den «Highest and Best Use», also die bestmögliche Verwendung der Immobilie, so kann eine Ausgliederung in eine separate Immobiliengesellschaft keine Werte schaffen. Es spielt also keine Rolle, ob die Immobilie gesondert oder zusammen mit dem Restbetrieb bewertet wird. Dies ist auch als «Sum of the Parts»-Logik bekannt, bei der sich der Wert der einzelnen

Segmente bzw. Vermögenswerte zum Gesamtunternehmenswert aufsummieren muss. Insbesondere bei erb- und eherechtlichen Anlässen, bei denen Unternehmen so zu bewerten sind, wie sie «stehen und liegen», dürfte diese «Highest and Best Use»-Annahme zutreffend sein. Anders kann es aussehen, wenn man im Rahmen einer strategischen Analyse bzw. einer sich anbahnenden Transaktion zum Schluss kommt, dass sich die gehaltenen Immobilien alternativ besser nutzen lassen und dadurch eine Wertsteigerung realisiert werden kann. In diesem Fall kann es durchaus Sinn ergeben, diese Optimierungspotenziale umzusetzen und die erwarteten Synergien bzw. den zusätzlichen Wertbeitrag bei der Bewertung abzubilden. Wie

→ Fazit

Der vorliegende Beitrag hat dargelegt, dass eine separate Berücksichtigung und Bewertung einer Betriebsimmobilie nur dann zu einer Wertsteigerung führen kann, wenn die aktuelle Nutzung nicht dem «Highest and Best Use» entspricht. Unterstellt man für Betriebsimmobilien tiefere Renditeerwartungen (z.B. den bei der Liegenschaftsbewertung verwendeten Diskontsatz) als für die restlichen Vermögenswerte, so muss sich der WARA und somit der WACC bei Herauslösen der Immobilie entsprechend erhöhen. Im Ergebnis bleibt der Gesamtunternehmenswert dann unverändert. Dies zumindest, wenn die Unternehmensbewertung anhand der zahlungs-

strom- bzw. erfolgsorientierten DCF- oder Ertragswertmethode erfolgt.

Diese Erkenntnis mag mitunter auch bei familieninternen Nachfolgeregelungen von entscheidender Bedeutung sein, wenn der Sohn die Immobilie und die Tochter den operativen Betrieb erhalten soll. Löst man die Immobilie aus dem Betrieb heraus, wird das Risiko und somit der Wert des Betriebs ein anderer sein als mit Immobilie. Ein Vergleich des konsolidierten Gesamtunternehmenswerts mit den separaten Werten von Rumpfbetrieb und Immobilie kann mögliche Inkonsistenzen aufdecken und vor Fehlschlüssen bewahren.

Abbildung 9 zeigt, hängt die optimale Handlungsstrategie dabei in weiten Teilen davon ab, wie marktfähig die Immobilie ist und wie hoch der Grad der Betriebsnotwendigkeit ist.²⁹ ■

¹ Vgl. Ritz, K./Matti, D., Betriebsimmobilien – mehr als ein Kostenblock: Verkanntes Wertpotential, in: Der Schweizer Treuhänder, 2008 (10), S. 745 – 749; Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, Masterthesis Universität Zürich, 2014, S. 1.

² Vgl. Loderer, C./Wälchli, U., Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen, 2010, S. 335.

³ Vgl. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 1217.

⁴ Vgl. Schäfers, W., Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.), Schriften zur Immobilienökonomie, Band 3, Köln 1997 (zugleich Dissertation European Business School Oestrich-Winkel), S. 24f.; Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, Masterthesis Universität Zürich, 2014, S. 14.

⁵ Vgl. EXPERTsuisse, Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», 2018, Rn. 43.

⁶ Vgl. Ihlau, S./Duscha, H., Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2019, S. 75.

⁷ Vgl. Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse, 2018, S. 55.

⁸ Vgl. Bundesgericht vom 10.2.2012 – 5A_636/2011, BGE 138 III 193.

⁹ Vgl. Bundesgericht vom 3.4.2001 – 4C.363/2000, E 4.a.

¹⁰ Bundesgericht vom 3.4.2001 – 4C.363/2000, E 4.a.

¹¹ Vgl. Bundesgericht vom 14.9.2010 – 5A_405/2010, E. 4.3.

¹² Bundesgericht vom 14.9.2010 – 5A_405/2010, E. 4.3.

¹³ Vgl. Hüttche, T./Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse, 2018, S. 55.

¹⁴ Vgl. Ernst, D./Schneider, S./Thielen, B., Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden, 2018, S. 143f.

¹⁵ Vgl. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 1217.

¹⁶ Vgl. IFRS 13.27.

¹⁷ Vgl. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 1218.

¹⁸ Vgl. EXPERTsuisse, Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», 2018, Rn. 4.

¹⁹ Es könnte auch eine teilweise Fremdfinanzierung der Betriebsimmobilie unterstellt werden. Dies würde das Beispiel aufgrund des damit verbundenen Steuervorteils der Fremdfinanzierung («Tax Shield») allerdings um einiges komplexer machen, ohne etwas an der Grundaussage zu ändern.

²⁰ Vgl. Schüler, A., Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2020, 72(3), S. 388; Turney, D., Discount

Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, S. 38; Zur WACC-to-WARA-Überleitung unter Einbezug von betrieblich genutzten Immobilien etwa IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, S. 602f.

²¹ In Anlehnung an Crane, M., The Legend of Weighted Average Return on Assets and Benchmarking Purchase Price Allocation Data, in: Journal of Forensic and Investigative Accounting, 2019,11(1), S. 6.

²² Vgl. Turney, D., Discount Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, S. 40.

²³ Vgl. Turney, D., Discount Rates in a Purchase Price Allocation, in: Insights, Summer 2013, S. 40.

²⁴ Vgl. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 1249.

²⁵ Vgl. Schüler, A., Zur kapitalwertorientierten Bewertung (nicht nur) von immateriellen Vermögenswerten in der internationalen Rechnungslegung, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 2020, 72(3), S. 371.

²⁶ Vgl. Reilly, R./Schweih, R., The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis, 2004, S. 411f.

²⁷ Paul spricht hier vom «nutzungstypischen Zinssatz» einer Immobilie, vgl. Paul, E., Bewertung von Unternehmensimmobilien, in: Peemöller, V. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, S. 1249.

²⁸ Vgl. Hüttche, T./Schmid, F., Besonderheiten bei der Bewertung von Kleinunternehmen, in: EXPERT FOCUS, Oktober 2021, S. 531.

²⁹ Vgl. Rusch, P., Strategische und finanzielle Wertigkeit von Unternehmensimmobilien, Masterthesis Universität Zürich, 2014, S. 56.