

# Dos and don'ts bei der Bewertung von KMU

## Fehler bei der Unternehmensbewertung und wie man sie vermeidet

### Prof. Dr. Tobias Hüttche

Wirtschaftsprüfer, Certified Valuation Analyst  
Leiter Institut für Finanzmanagement  
Hochschule für Wirtschaft FHNW  
Hüttche + Partner AG



### Fabian Schmid

M Sc. BA, Doktorand, Dozent FHNW, Unternehmensberater Hüsler  
Gmür und Partner AG



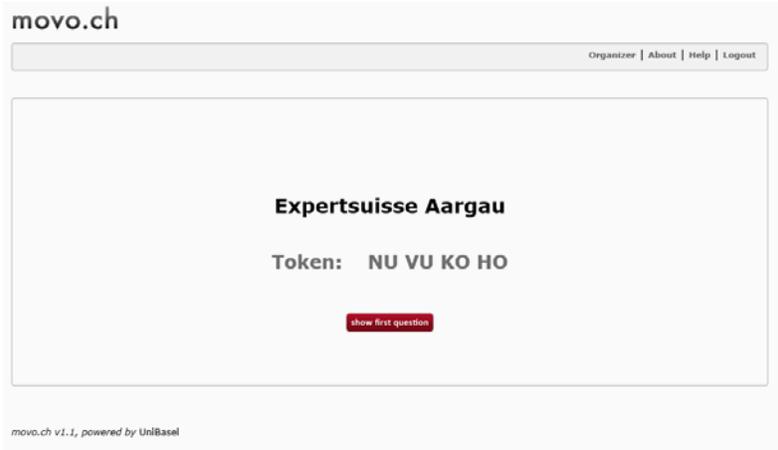
Lenzburg, 27. Juni 2017



Worum geht es?



## Wie schauen wir uns das alles an?



movo.ch

Organizer | About | Help | Logout

**Expertsuisse Aargau**

Token: NU VU KO HO

[show first question](#)

movo.ch v1.1, powered by UniBasel

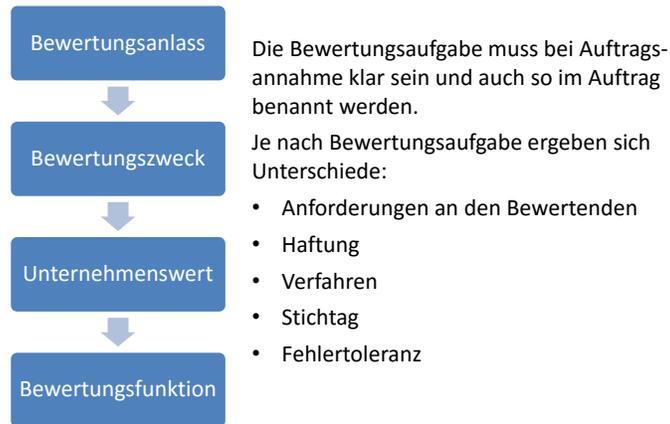
## 1. Fehler: Ungenügende Klärung der Bewertungsaufgabe

Frage:

Was sind in Ihrer Praxis die häufigsten Anlässe einer Bewertung (3 Nennungen)?

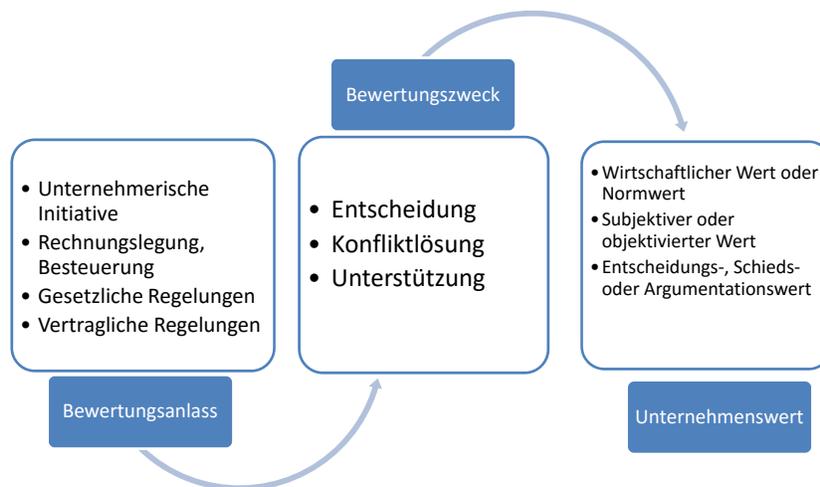
1. Fehler bei der Mandatsannahme

**Definition der Bewertungsaufgabe**



1. Fehler bei der Mandatsannahme

**Bewertungsanlass, Bewertungszweck, Unternehmenswert**



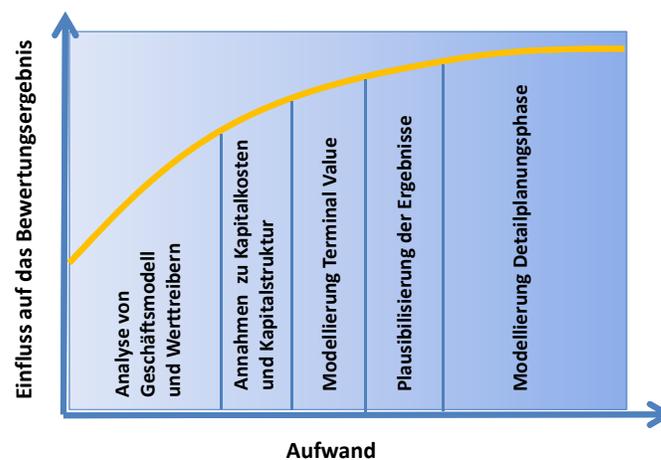
## 2. Fehler: Falsche Prioritäten

Frage:

Worauf verwenden Sie die meiste Zeit bei einer Unternehmensbewertung (3 Nennungen)?

## 2. Fehler bei der Mandatsabwicklung

### Worauf kommt es bei einer Bewertung wirklich an?



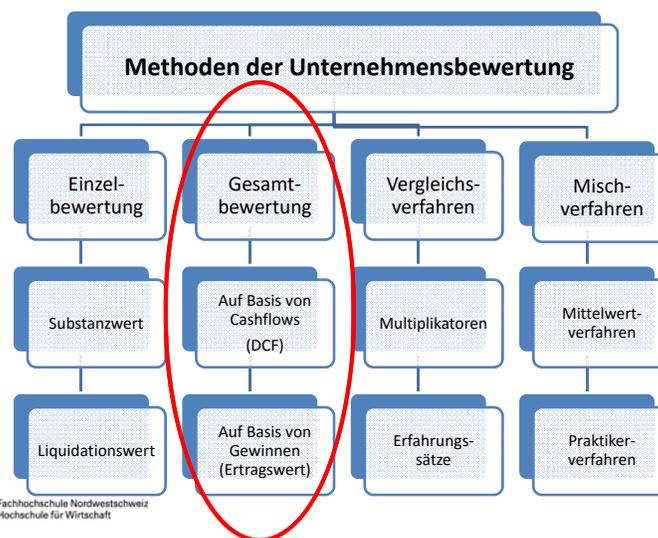
**3. Fehler: Nicht sachgerechte Methodenwahl**

Frage:

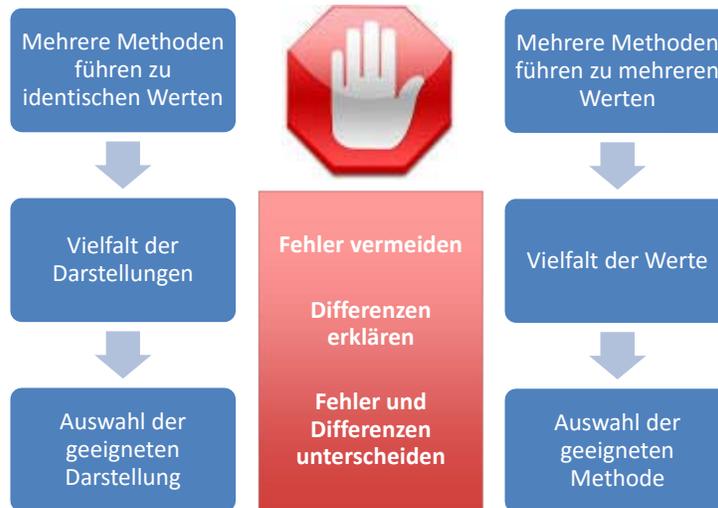
Welche Bewertungsmethode wenden Sie bevorzugt an?

2. Fehler bei der Mandatsabwicklung

**Methoden der Unternehmensbewertung**



**Vielfalt der Methoden = Vielfalt der Unternehmenswerte?**



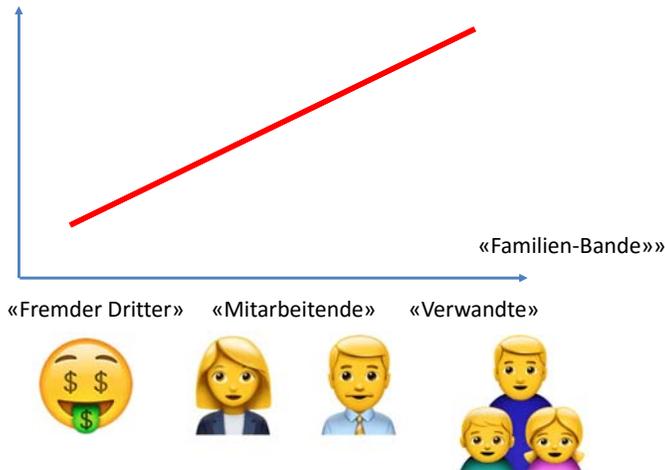
**Umgang mit Fehlern und Differenzen**



- Bewertungsfehler vermeiden durch rechnerische Kontrollzeilen und Kontrollblätter.
- Bewertungskritik, second opinion.
- Allerdings: Bewertungsfehler führen nicht immer auch zu fehlerhaften Werten (Gesetz der grossen Zahl ...).
- Bei Differenzen die Berechnung nicht sofort verwerfen, sondern die Annahmen kritisch prüfen.
- Differenzen müssen und können i.d.R. erklärt werden.
- Differenzen nicht mit Durchschnitts- oder Gewichtungen ausbügeln.

**Bei Nachfolge und Verkauf anders bewerten?**

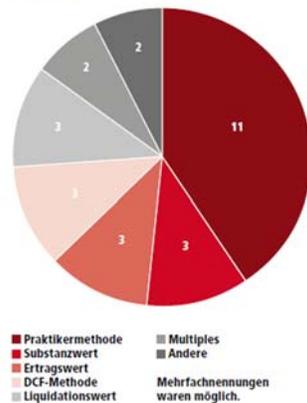
Discount-Erwartung



Zum Family Discount: Zellweger/Ganter/Sieger/Patel (2015), S. 6 ff.

**Wie wird bei Unternehmensnachfolgen bewertet?**

Unternehmensbewertung



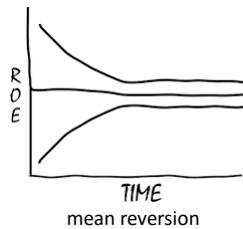
1. Praktikerverfahren schreiben die Vergangenheit fort, das ist gerade bei der Unternehmensnachfolge eben nicht der Fall.
2. Belastbare Multiples für KMU gibt es nicht; bestenfalls sind es vereinfachte Ansätze zur Preisfindung.
3. DCF-Bewertung reflektiert auch die Sichtweise der Bank («debt capacity»).
4. Liquidationswert (aus Verkäufersicht) bzw. Substanzwert (aus Käufersicht) ist bei Mikro- und Kleinunternehmen nicht abwegig.

Quelle: Längin/Gubler (2015), S. 6

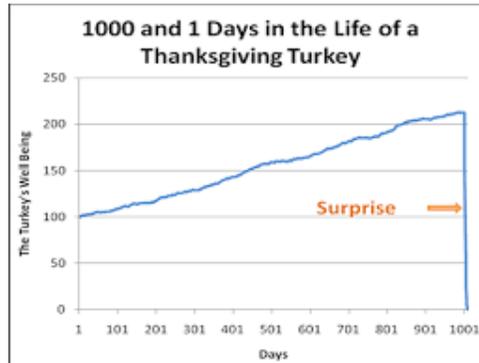
### Erkenntnis I: Prognosen sind schwierig...



Zufall wird unterschätzt  
(„Fooled by randomness“ Taleb)

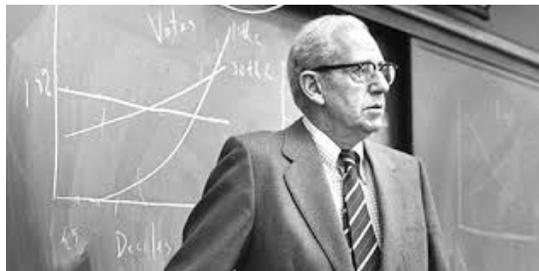


mean reversion



Zu wenig Datenpunkte (Erfahrungswerte) aus der Vergangenheit

### Erkenntnis II: Keine dauerhaften Überrenditen



George Joseph Stigler  
1911 – 1991  
1982 Nobelpreis

#### Competition and the Rate of Return

**THERE** is no more important proposition in economic theory than that, under competition, the rate of return on investment tends toward equality in all industries. Entrepreneurs will seek to leave relatively unprofitable industries and enter relatively profitable industries, and with competition there will be neither public nor private barriers to these movements. This mobility of capital is crucial to the efficiency and growth of the economy:

### Bewertungsfehler: Analyse der übertragbaren Ertragskraft

- 1. Eingeschränkt** übertragbare Ertragskraft (sofortiger Wegfall von IP-Rechten, Liegenschaften, Know How, Lieferanten, Darlehen, Sicherheiten, Überleitung von Händler- und Franchiseverträgen etc.) muss und kann in der Planung berücksichtigt werden.
- 2. Temporär** übertragbare Ertragskraft (Vorteil schmilzt im Zeitverlauf ab, klassischerweise Bestandskunden) kann durch einen abschmelzenden Übergewinn berücksichtigt werden. Erst dann ist es angebracht, einen Restwert zu rechnen.

### Berücksichtigung der übertragbaren Ertragskraft

- 1. Nicht übertragbare** Ertragskraft ist «Wertkiller Nr. 1» bei KMU!
- 2. Auch hier gilt wie bei der Nachfolge insgesamt:** vorher an nachher denken:
  - Arrondierung von Privat- und Geschäftsvermögen (klare Zuordnung des betriebsnotwendigen Vermögens dem zu übergebenden Unternehmen).
  - Emanzipation der Finanzierung.
  - Essentiell: Frühzeitiges Überleiten der Kundenbeziehungen, vorausschauende Ausschüttungsplanung zur Verhinderung von excess cash, Beseitigung von Altlasten (substantiell, finanziell und personell).

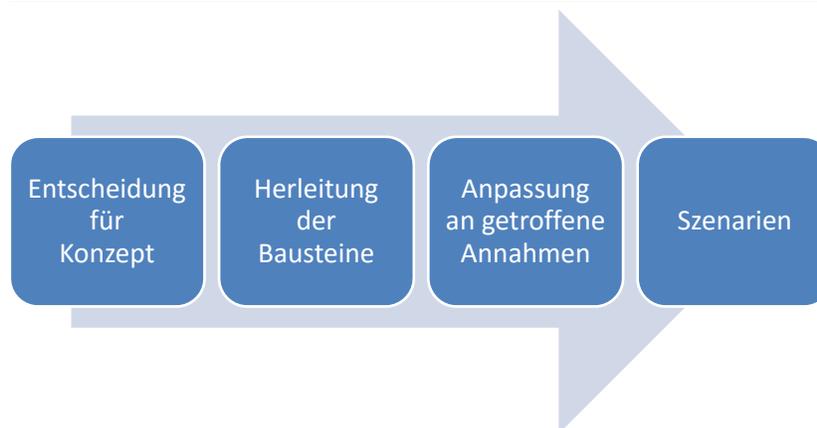
#### 4. Fehler: Wenig plausible Kapitalkosten

Frage:

Wo liegen Ihrer Ansicht nach die angemessenen EK-Kosten eines KMU?

#### 2. Fehler bei der Mandatsabwicklung

#### Überblick: Ableitung der Kapitalkosten

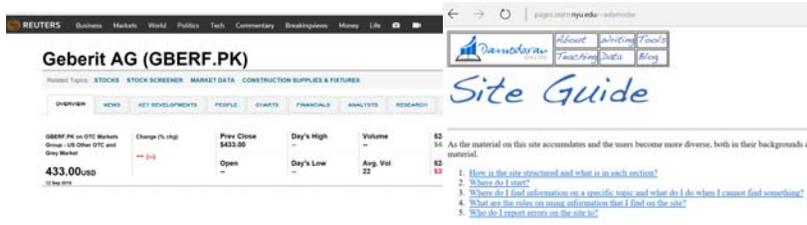


**Konzeptionelle Entscheidung: Drinnen oder draussen?**



MM und CAPM bilden eine solide und anerkannte Grundlage für die Herleitung von Kapitalkosten. Andere Ansätze bieten mehr Freiheiten und fordern mehr Ermessen und sind – vergleichsweise - weniger anerkannt.

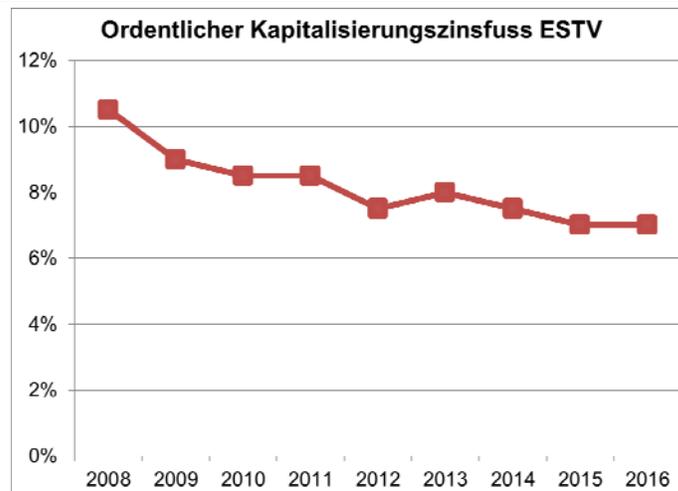
**Öffentlich zugängliche Schweizer Kapitalmarktdaten**



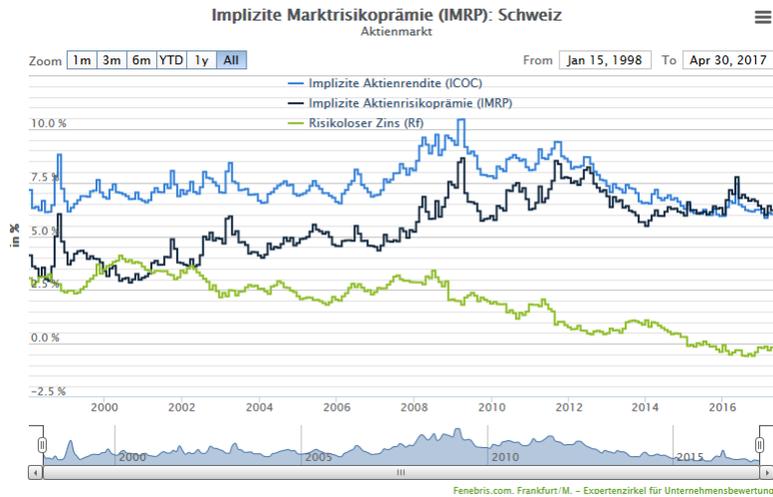
**Bausteine des CAPM**



**Kapitalisierung nach Ansicht ESTV**



### Implizite MRP und risikofreier Zins: up and down



### Möglichkeit zur Ableitung von Betafaktoren für KMU

- I • Ist der eigene Betafaktor belastbar?
- II • Existieren belastbare Betafaktoren für vergleichbare Unternehmen?
- III • Existieren belastbare Betafaktoren aus der gleichen Branche?
- IV • Existieren belastbare Betafaktoren für Unternehmen mit vergleichbaren Risikotreibern?
- V • Unlevered beta des Marktes verwenden!

### Vergleichbarkeit anhand des Risiko, nicht (nur) Branche!



Zur Herleitung einer geeigneten Peer Group haben wir zunächst die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren für die KD AG analysiert. Die KD AG ist ein Anbieter von Vergnügungs- und Linienfahrten auf Rhein, Main und Mosel und bietet darüber hinaus im geringeren Maße Bereederungs-Service für Flusskreuzfahrtschiffe an (vgl. Abschn. B.II.). Das wesentliche systematische Risiko, dem die KD AG ausgesetzt ist, ist die Entwicklung des Tourismus bzw. des Touristenaufkommens (Anzahl Fahrgäste, Freizeitverhalten etc.) insbesondere auch im Hinblick auf den Tages- und Eventtourismus. Darüber hinaus spielen witterungsbedingte Einflüsse eine wesentliche Rolle bei der Entwicklung der Fahrgastzahlen. Als weiteres Risiko ist die Abhängigkeit von der Entwicklung des Erdölpreises (Brennstoffkosten als wesentliche Aufwandsposition) zu nennen.

Auf Basis einer Risikomatrix haben wir anhand der oben genannten systematischen Risiken eine Gruppe potenzieller Vergleichsunternehmen identifiziert, welche in vergleichbaren Tätigkeitsfeldern wie die KD AG aktiv sind und/oder vergleichbaren Umwelt- und Geschäftsrisiken unterliegen. Im Wesentlichen sind dies Unternehmen, deren Erfolg von der Entwicklung des Tourismus, des Freizeitverhaltens bzw. der Klimaentwicklung abhängig ist. Die Eignung der von uns ermittelten Vergleichsunternehmen haben wir mit dem Vorstand der KD AG diskutiert und mit dessen Einschätzung relevanter Vergleichsunternehmen abgeglichen. Aufgrund der geringen Anzahl potenzieller Vergleichsunternehmen wurde keine Beschränkung auf regionale Aspekte vorgenommen. Die auf dieser Basis entstandene Long List wurde über Einzelanalysen zu einer sogenannten Short List verdichtet.

Quelle: EbnerStolz, Bewertungsgutachten der KD Rheinschiffahrt AG, 17. April 2017

### Zuschläge

Abbildung 7: ZUSAMMENFASSUNG  
DISCOUNTS UND PREMIA

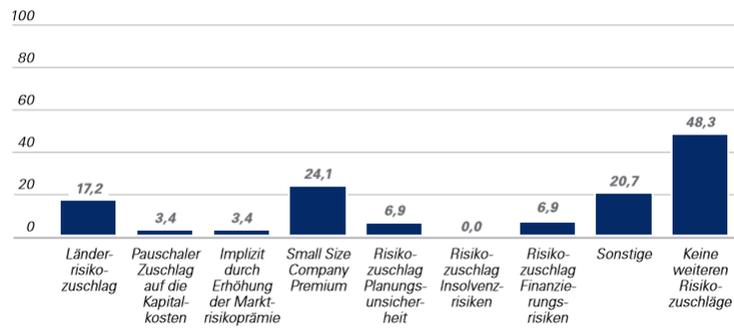
Discounts und Premia	Empfohlene Bandbreite in %	Anwendungsform
Small Cap Premium	0–4	Berücksichtigung als Zuschlag bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten.
Control Premium/ Minority Discount	10–30	Berücksichtigung als Zu- beziehungsweise Abschlag auf den ermittelten Eigenkapitalwert.
Marketability/ Illiquidity Discount	15–20	Berücksichtigung als Abschlag auf den ermittelten Eigenkapitalwert.

Quelle: Cheridito/Schneller, DST 2008, S. 416 ff.

### Risikozuschläge in der Schweiz

#### 43 Weitere Risikozuschläge 2015 Schweiz (Angaben in Prozent)

Quelle: KPMG



Quelle: KPMG Kapitalkostenstudie 2015

### 5. Fehler: Unplausibler Restwert

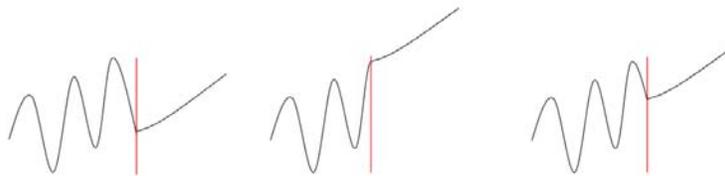
Frage:

Wann ist ein Restwert (terminal oder residual value) Ihrer Ansicht nach plausibel?

### Eingeschwungener Zustand – «steady state»

1. Bei Übergang in die Rentenphase wird unterstellt, dass das Unternehmen in einem eingeschwungenen Zustand ist.
2. Dies ist nicht automatisch dann der Fall, wenn die Detailplanungsphase endet!
3. Der *steady state* unterstellt vielmehr:
  - organische Wachstumsmöglichkeiten (Kapazitätsoptimierungen) sind ausgeschöpft;
  - ein konstanter Bruchteil des Anlagevermögens wird abgeschrieben und kapazitätserhaltend ersetzt;
  - die Kapitalstruktur bleibt unverändert.

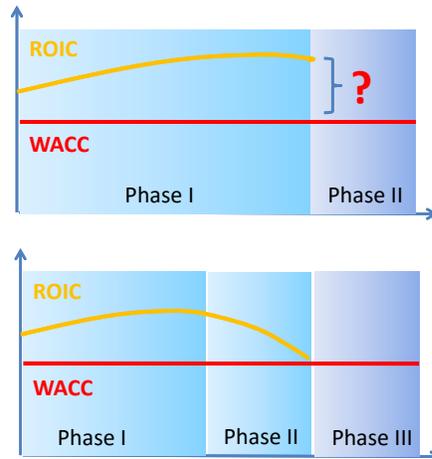
### Eingeschwungener Zustand – «steady state»



Indizien dafür, dass ein Unternehmen den *steady state* noch nicht erreicht hat, sind bspw.:

- Noch nicht abgeschlossene Investitionszyklen
- Längerfristige Produktlebenszyklen
- Überdurchschnittliche Wachstumsraten oder Renditen
- Steuereffekte (Verlustvorträge etc.)
- Sonstige Sondereffekte

### Modellierung des Übergangs von Detail- in Rentenphase

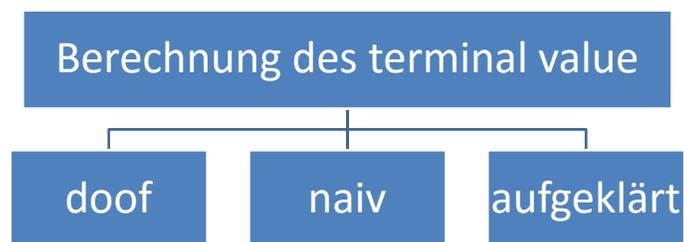


Sofern man in der Rentenphase Konvergenz von Rendite und Kapitalkosten annimmt, führt dies häufig zu einem *hard landing*.

Verhindert werden kann dies durch:

- Rechtfertigung von Überrenditen in der Rentenphase (Resilienz).
- Abschmelzen der Überrenditen in der Phase I.
- Einziehen einer Grobplanungsphase (Phase II).

### Ableitung von EBIT/NOPLAT und FCF in der Rentenphase



1. „Doof“: Fortschreibung des FCF des letzten Detailplanungsjahres (Investitionen basieren dort noch auf ganz anderen Wachstumsraten als in der Rentenphase).
2. „Naiv“: Fortschreibung des EBIT/NOPAT des letzten Detailplanungszeitraums, da dies dauernde Überrenditen unterstellt.
3. „Aufgeklärt“: Ableitung aus Wertfaktorenmodell.

## Zusammenfassung

1. Klären Sie die Bewertungsaufgabe und Ihre Funktion als Bewertender!
2. Begründen Sie Ihre Verfahrenswahl!
3. Analysieren und begründen Sie die Übertragbarkeit der Ertragskraft!
4. Begründen Sie, warum und wie Sie die Kapitalkosten abgeleitet haben!
5. Plausibilisieren Sie den Restwert (Wachstumsrate, Renditeniveau und damit erforderliche Investitionen)!

## Interesse auf mehr?

**Fit in der Treuhandberatung – Teil 3: Unternehmensbewertung für Schweizer KMU**

25. Oktober 2017 (Zürich, ganztags)  
13. Dezember 2017 (Zürich, ganztags)

Unternehmensbewertung ist mehr Kunst als Wissenschaft, so heisst es. Doch auch Kunst verlangt handwerkliches Können und gutes Werkzeug. Das Seminar 'Unternehmensbewertung für Schweizer KMU' führt Sie in die Grundlagen der Unternehmensbewertung ein und zeigt am praktischen Fall den Weg von der Bilanz zum Unternehmenswert. Im Fokus stehen Discounted Cashflow-Modelle (DCM).

Welche Methoden für die Unternehmensbewertung gibt es und welche Grundsätze sind zu beachten?  
Wie baut man eine integrierte Bilanz-, Finanz- und Ergebnisplanung auf?  
Wie kann man die Besonderheiten von KMU bei der Bewertung berücksichtigen?  
Wie können die Kapitalkosten von KMU ermittelt werden?  
Was sind häufige Fehler bei der Bewertung und wie vermeidet man sie?

EXPERT SUISSE  
Unternehmensbewertung  
Bilanz- und  
Ergebnis-

**DOS UND DONTS BEI DER BEWERTUNG VON KMU**  
Fehler bei der Unternehmensbewertung und wie man sie vermeidet

**ENTWICKLUNGEN BEI DER BEWERTUNG VON KMU**  
Rechtsprechung, Bewertungslehre und Methodewahl

EXPERT SUISSE