

Die überarbeitete Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU

Häufige Fragen und Antworten

Prof. Dr. Tobias Hüttche

Wirtschaftsprüfer, Certified Valuation Analyst (CVA)

Leiter Institut für Finanzmanagement

Hochschule für Wirtschaft FHNW

tobias.huettche@fhnw.ch



Lenzburg, 19. März 2019



Frage 1

Warum war eine Überarbeitung der Fachmitteilung 2008 überhaupt notwendig?

Antwort 1



1. Die FM 2008 war nur prozessorientiert und nicht methodisch ausgerichtet.
2. Deutschland und Österreich machen voran.
3. Wunsch nach „guidance“, Furcht vor Regulierung.

Frage 2

Was hat sich geändert?

Antwort 2



1. Klare Empfehlungen.
2. Klare Wahlrechte und Spielräume.
3. Ergänzende Unterstützung durch EXPERTsuisse.

Frage 3

Darf ich noch mit anderen Verfahren – Multiplikatoren oder Praktikerverfahren – bewerten?



Antwort 3

Zukunftserfolgsverfahren
sind «Best Practice»,
Praktikverfahren Teil des
Methodenmixes

Die FM empfiehlt die zukunftsorientierte Bewertung von KMU, also die Anwendung von Discounted Cashflow (DCF)-Modellen und Ertragswertverfahren. Multiplikatoren oder Mischverfahren können der Plausibilisierung dienen, sei es durch Rückgriff auf bezahlte Preise (Multiplikatoren) oder in der Praxis vorhandene Werterwartungen (Praktikerverfahren).

Ausschliessliche
Bewertung mit
«Praktikerverfahren»
im Einzelfall zulässig

Mischverfahren aus Ertrags- und Substanzwerten (Mittelwert- bzw. Praktikerverfahren) lassen sich theoretisch nur wenig begründen. Eine Alternative sind diese Verfahren nur dann, wenn im Einzelfall angenommen werden kann, dass sie zu vergleichbaren Resultaten führen, wie betriebswirtschaftlich fundierte Methoden. Dies ist im Gutachten gesondert zu begründen und zu belegen.

Frage 4

Woher beziehe ich aktuelle Kapitalkosten für KMU?

Antwort 4

Objektivierete Modelle
vs.
subjektive Schätzung

Die Kapitalkosten können modellhaft aus Marktdaten abgeleitet oder subjektiv geschätzt werden. Es steht – vorbehaltlich vertraglicher oder gesetzlicher Festlegungen – im Ermessen des Bewertenden, wie dabei vorgegangen werden soll.

Quellen nennen,
Annahmen begründen

Die Entscheidung ist zu begründen und die Kapitalkosten sind nachvollziehbar abzuleiten. Die dazu erforderlichen Annahmen und Quellen sind zu nennen und zu erläutern.

Ableitung KMU-Beta aus
Kapitalmarktdaten,
subjektive Schätzung
zulässig

Bei KMU können Beta-Faktoren bestenfalls kapitalmarktorientiert, also aus einer «Peer Group» kotierter Unternehmen, als Industrie-Beta oder als Markt-Beta abgeleitet werden. Alternativ kann das systematische Risiko auch subjektiv anhand qualitativer Merkmale geschätzt werden.

Öffentlich zugängliche Datenquellen für Kapitalkosten



REUTERS Business Markets World Politics

Geberit AG (GEBN.S)

OVERALL

Beta:	0.88
Market Cap(Mil.):	CHF17,094.62
Shares Outstanding(Mil.):	37.04
Dividend:	10.00
Yield (%):	2.17

page:ieren.nya.edu-aldemolr

[Dissertation](#)
[Abstract](#)
[Advising](#)
[Fluor](#)
[Finance](#)
[Data](#)
[Blog](#)

Site Guide

wevalue
einfach bewerten.

WACC-ESTIMATOR

WACC-ESTIMATOR

WACC	7.88
Weight of Debt	20.00
Cost of Debt	4.00
Cost of Equity	10.00
Market Value	1000
Debt to Equity Ratio	0.50
Debt to Capital Ratio	0.33
Debt to Value Ratio	0.20
Market Return	10.00

Swiss Exchange

Swiss Exchange

News Marktdaten Teilnehmer Emittenten Investitionen Profit

Aktien Anleihen ETFs & Fonds ETPs Indizes Statistiken Data St

Kurse Handel Unternehmen IPO History Offizielle Mitteilungen Sponsored Foreign Shares

Unternehmen

LISTE DER UNTERNEHMEN

Hier finden Sie Informationen über die Unternehmen, deren Aktien an SIX Swiss Exchange kotiert sind.



Frage 5

Wie und was plane ich bei einem KMU ohne Plan?

Antwort 5



Von Metzgern lernen: Kundenbedürfnisse wecken und befriedigen!

Antwort 5

Planungsbedarf	Ja	Nein	Kommentar
Anlagevermögen	X		Vereinfachend Substanzerhaltung (Investitionen entsprechen den Abschreibungen)
Nettoumlaufvermögen	X		Umschlagskennziffern bzw. Fristen
Liquide Mittel		X	Festschreibung des betriebsnotwendigen Bestandes, ansonsten Vollausschüttung
Finanzverbindlichkeiten		X	Planung muss mit den Annahmen zur Kapitalstruktur konsistent sein (hier: geplante, konstante Kapitalstruktur, also wertorientierte Finanzierung)
Ausschüttungen		X	Bei angenommener Vollausschüttung der freien liquiden Mittel müssen keine Ausschüttungen geplant werden

Antwort 5

Vorliegende oder eigene Planung als Basis der Bewertung

Plausibilität der Planung prüfen und ggf. anpassen

Keine Anpassung «unter dem Strich»

Die Unternehmensbewertung basiert auf einer Unternehmensplanung. Liegt – aus tatsächlichen oder rechtlichen Gründen – keine Planung vor, muss der Bewertende eine eigene Planung erstellen oder vereinfachende Annahmen treffen.

Liegt eine Planung vor, so ist diese auf ihre Plausibilität zu prüfen. Auf das Ergebnis dieser Prüfung ist im Gutachten einzugehen. Die Plausibilisierung bezieht sich auf formelle und materielle Aspekte der Planung. Das Urteil betrifft die Planung insgesamt und kann negativ («es sind keine Sachverhalte bekannt geworden, die gegen die Plausibilität der Planung sprechen») oder positiv («die Planung ist plausibel») formuliert werden.

Eine mangelhafte oder als nicht plausibel erkannte Planung darf der Bewertung nicht zu Grunde gelegt werden.



Antwort 5

Planung über
Kennzahlen und
Werttreiber

Zur Analyse und Plausibilisierung der Planungsrechnung werden üblicherweise Kennzahlen eingesetzt. Mindestens sollten diese die wesentlichen Werttreiber – die Profitabilität, das Wachstum und die Kapitalbindung – abdecken. Die Kennzahlen sollten konsistent und einheitlich für die zurückliegenden Geschäftsjahre und den Planungszeitraum ermittelt werden.

Planung bildet
Erwartungen und
Erwartungswerte ab

Die Unternehmensplanung soll Erwartungswerte abbilden. Empfehlenswert ist eine Planung verschiedener Szenarien (best, base und worst case), die dann über Eintrittswahrscheinlichkeiten in eine einwertige Planung überführt werden.

Antwort 5

KMU planen anders

Dies betrifft einmal die Berücksichtigung nicht verbuchter Kosten (bspw. kalkulatorischer Unternehmerlohn bei einer Einzelunternehmung), der Höhe oder dem Grunde nach nicht angemessene Aufwendungen oder eine restriktive Ausschüttungspolitik. Besondere Beachtung ist auch der Planung des Nettoumlaufvermögens zu schenken.

Vollständige oder
vereinfachende Planung
der Investitionen

Bei der Planung der Investitionen sind das Investitionsverhalten der Vergangenheit sowie die aktuelle und geplante Kapazität zu beachten. Bei detaillierter Planung sollte wenigstens ein Investitionszyklus vollständig abgebildet werden. Bei wenig anlageintensiven Unternehmen kann vereinfachend das am Bewertungsstichtag vorhandene betriebliche Vermögen als notwendige Substanz unterstellt werden.



Frage 6

Wie berücksichtige ich den Unternehmer bzw. die Unternehmerin bei der Bewertung?

Antwort 6

Eigentümer sind bei
KMU häufig «wertvoll»

Bei KMU kommt dem Einfluss der Eigentümer besondere Bedeutung zu. Die Ertragskraft des Unternehmens ist häufig personenbezogen und kann nicht, nur teilweise oder nur temporär übertragbar sein.

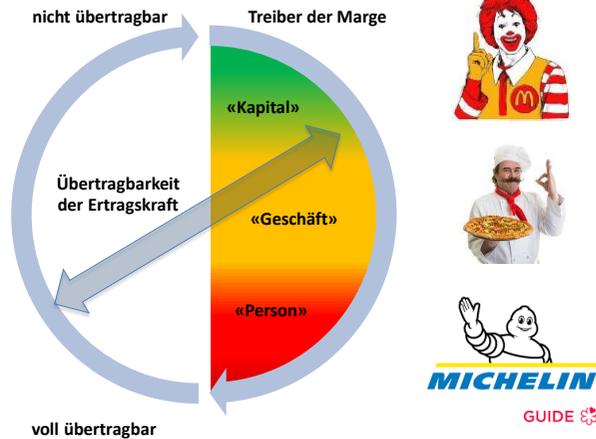
Analyse der
übertragbaren
Ertragskraft ist zentral

Auf die Analysen und Feststellungen zur Übertragbarkeit der Ertragskraft ist im Gutachten gesondert einzugehen. Auch sind Darstellungen dazu erforderlich, wie diese Überlegungen bei der Bewertung berücksichtigt wurden.

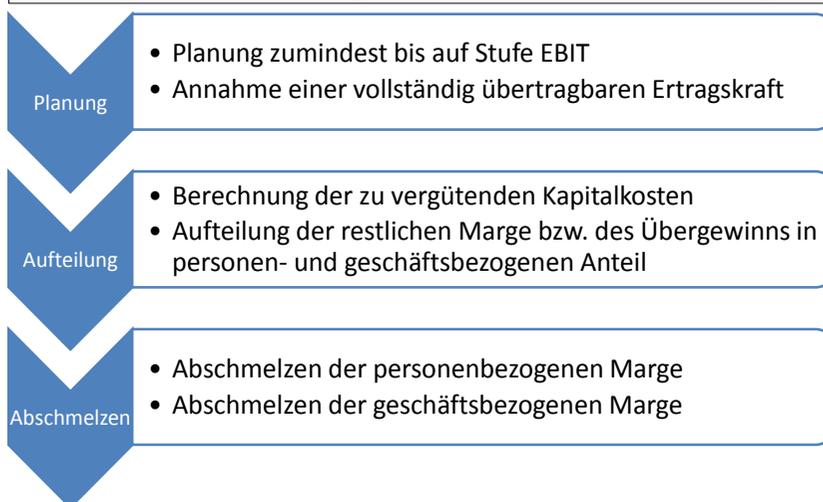
«Ob» und «wieviel»
muss geschätzt, die
Auswirkung gerechnet
werden

Der bei KMU bedeutsamste Fall einer nur temporär übertragbaren Ertragskraft sind ausgeprägte Kundenbeziehungen i.S. von Bestandskunden. Der darauf entfallende Wertbeitrag sollte analysiert und dann abgeschmolzen werden. Erst dann kann in die Restwertphase übergeleitet werden.

Übertragbarkeit der Ertragskraft – Systematik



Übertragbarkeit der Ertragskraft – Praktische Umsetzung



Übertragbarkeit der Ertragskraft – Praktische Umsetzung*

Attribute	Beschreibung	Personenbezogener Goodwill			Geschäftsbezogener Goodwill		
		McDonald's	Pizzeria	Michelin	McDonald's	Pizzeria	Michelin
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	1	1	0	0
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 allgemein gültig?	0	0	1	1	1	0
Marketing und Branding	Wer ist die Marke: Der Unternehmer oder das Produkt, die Dienstleistung?	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 Dienstleistungen 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	10	10	5	1
Auf personen- oder geschäftsbezogenen Goodwill (Übergewinn) entfallender Teil		0%	50%	100%	100%	50%	0%

*siehe Hüttche/Schmid, TREX 2/2019, im Druck.

Frage 7

Wie berechne ich einen plausiblen Restwert?

Antwort 7

Restwert in der Regel ein Fortführungswert

Fortschreibung nur, wenn Unternehmen «eingeschwungen»

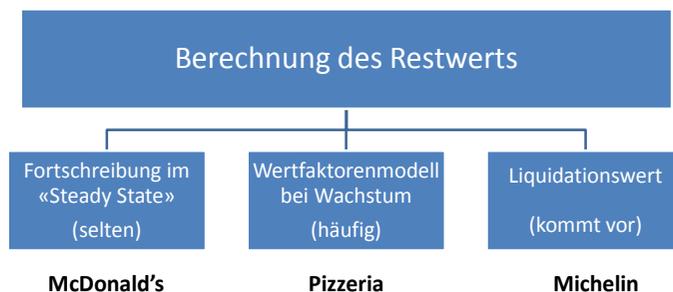
Wertfaktorenmodelle als Alternative

Der Restwert kann als Ausstiegswert oder Fortführungswert bestimmt werden. Der Ansatz eines Ausstiegswertes ist angebracht, wenn das Unternehmen zu einem bestimmten Zeitpunkt liquidiert oder verkauft werden soll oder sollte. Für einen die Fortführung unterstellenden Restwert sind die Annahmen zu den finanziellen Überschüssen und der Wachstumsrate wesentlich.

Die bloße Fortschreibung des letzten Jahres ist nur dann sachgerecht, wenn das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt seinen eingeschwungenen Zustand erreicht hat.

Alternativ kann der Restwert über Wertfaktorenmodelle abgeleitet werden, die den nachhaltigen finanziellen Überschuss direkt über die ihn bestimmenden Faktoren – Rentabilität und Wachstum sowie die dazu erforderlichen Investitionen – ableiten.

Modellierung der Rentenphase – Beispiele





Frage 8

Was gehört alles in ein Gutachten?

Antwort 8

Dokumentierte
Auftragsannahme

Die Dokumentation des Auftrags erfolgt unter anderem in Form einer Auftragsbestätigung und ggf. eines schriftlich festgehaltenen Auftragsannahmegesprächs.

Vollständige
Arbeitspapiere

Die Arbeitspapiere dienen der Dokumentation der durchgeführten Arbeiten und sollen einem sachverständigen Dritten den Nachvollzug der Bewertungsschritte und der Bewertungsergebnisse ermöglichen. Sie dienen neben dem Nachweis und der Kontrolle aber auch als Grundlage für weitere Bewertungsschritte.

Zeitnahe
Vollständigkeits-
erklärung

Der Bewertende sollte von den Vertretern des Unternehmens eine Vollständigkeitsklärung einholen. Darin sollte auch erklärt werden, dass die vorgelegten Plandaten den aktuellen Erwartungen der Unternehmensleitung entsprechen, plausibel abgeleitet sind und alle erkennbaren Chancen und Risiken berücksichtigen.

Antwort 8

Art und Umfang
festlegen

Bei der Berichterstattung kann – entsprechend der Abgrenzung der Bewertungsaufgabe – unterschieden werden in (a) ein Werturteil mit detailliertem Gutachten, (b) ein Werturteil mit Kurzgutachten und (c) Wertüberlegungen mit einem Bericht zur Wertberechnung.

U.U. vertrauliche
Daten trennen

Sofern die Vertraulichkeit bestimmter Daten vereinbart wurde, kann auch eine differenzierte Berichterstattung erfolgen. Im Gutachten wird das Bewertungsergebnis dann lediglich verbal erläutert und die vertraulichen Daten werden in einem davon getrennten Anhang aufgeführt.

Unterschrift

Gutachten und Bericht müssen vom Bewertenden unter Angabe des Datums der Abfassung des Berichts unterschrieben werden.

Berichterstattung – Muster aus der Kommentierung

1. Begleitschreiben
2. Inhaltsverzeichnis
3. Auftrag und Auftragsdurchführung
 - a. Auftraggeber, Auftragnehmer und Empfänger
Bspw. Ausführungen zum Auftraggeber und Auftragnehmer, ergänzt um Hinweise zur Erfüllung der fachlichen und beruflichen Anforderungen. Beginn und Ende der Arbeiten, Durchführung der Arbeiten vor Ort, Besichtigungen etc. Hinweis auf Weitergabebeschränkungen oder nur auszugsweise Berichterstattung.
 - b. Bewertungsanlass, Bewertungsaufgabe und Bewertungsstichtag
Bspw. Anlass und Grund der Bewertung, Ermittlung eines subjektiven oder objektivierte Unternehmenswertes, Umgang mit Abweichungen zwischen technischem und effektivem Bewertungsstichtag.



Berichterstattung – Muster aus der Kommentierung

- c. Funktion und Stellung des Bewerbers**
Bspw. Ausführungen zur Funktion (Berater, neutraler Gutachter, Vermittler oder Schiedsgutachter), Bestätigung der Unabhängigkeit bzw. Offenlegung von Erfolgsbeteiligungen oder sonstigen finanziellen Interessen.
- d. Einschränkungen**
Bspw. Ausführungen zu eingeschränktem Zugang zu Informationen und Auskunftspersonen, Verweigerung des Zugangs zu wesentlichen Informationen.
- e. Verwendung der Arbeiten von unvollständigen Dritten und Experten**
Bspw. Hinweis auf Werturteile Dritter, warum diese erforderlich waren und welche Auswirkungen diese auf das Bewertungsergebnis hatten.
- f. Auftragsdurchführung**
Bspw. Angaben zu Beginn und Abschluss der Arbeiten, wann und wo diese durchgeführt wurden, ob Besichtigungen erforderlich waren, welche Auskunftspersonen benannt waren.
- g. Ereignisse nach dem Bewertungsstichtag**
Bspw. Angaben von bewertungsrelevanten Sachverhalten, die sich nach dem Bewertungsstichtag ergeben haben, aber vor Beendigung der Arbeiten.
- h. Bewertungsobjekt**
i. Identifikation und Beschreibung des Bewertungsobjekts
Bspw. Ausführungen zur Abgrenzung des Bewertungsobjekts (handelt es sich um eine rechtliche oder wirtschaftliche Einheit (Zugangsdefinition, Segment o.ä.) ist das Bewertungsobjekt bereits existent oder erstellend im Rahmen der Transaktion (Fusion, spin-off, Abspaltung etc.).
- ii. Rechtliche Grundlagen**
Bspw. Ausführungen zur Verträge, Gesellschaften, Sitz etc. Für die Bewertung relevante Rechtsgrundlagen (Gesetz, Verordnung und andere Vereinbarungen) sollten ebenfalls hier genannt werden.
- iii. Steuerliche Grundlagen**
Bspw. Angaben zum Steuersitz, der bei der Bewertung angenommenen steuerlichen Belastung. Sofern bei der Bewertung auch Steuern auf Ebene der Anteilseigner berücksichtigt werden, sollte auch auf die dabei getroffenen Annahmen eingegangen werden.
- 5. Durchführung der Unternehmensbewertung**
4. Bewertungsmethode
i. In Betracht gezogene und angewandte Bewertungsmethode(n)
Die Anwendung eines Zukunftsvermögensverfahrens (Ertragswert- oder DCF-Methoden) entspricht der *best practice* und bedarf im Regelfall keiner besonderen Begründung. Die Besonderheiten des Bewertungsobjekts (Bspw. rein vermögensverwaltende Gesellschaften, Unternehmen in Liquidation), abweichende vertragliche Vereinbarungen (Bspw. im Aktienbindungsvertrag) oder eine abweichende Auftragserteilung (Bspw. besteht der Auftraggeber auf der Verwendung der „Praktikermethode“) können auch für die Anwendung anderer Bewertungsmethoden sprechen. Dies ist im Gutachten zu begründen.
- ii. Berücksichtigung nicht betriebsnotwendigen Vermögens**
Bspw. Darstellung des Vorgehens zur Identifikation des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Bereinigung der Verganheitsbilanz- und Planungsrechnung sowie seiner gesonderten Bewertung (ggf. auch Schätzung der latenten Steuern).
- iii. Zu- und Abschläge**
Bspw. Begründung und Ableitung von Zu- und Abschlägen auf die Kapitalkosten oder den Unternehmens- bzw. Anteilswert, dabei Bezugnahme auf die Bewertungsaufgabe, die Funktion und den Bewertungsanlass.
- h. Finanzmodell**
i. Analyse des Geschäftsmodells, Umsatz- und Umfeldanalyse
Bspw. Ausführungen zu Erlös- und Cash-Generierung, Werttreibern, Geschäftsprozessen und zu volkswirtschaftlichen Entwicklungen, Auswirkungen von Inflation, Währung und Zinssumfeld auf das Bewertungsobjekt, Beschreibung des relevanten Marktes, des Marktpotenzials sowie der Beschaffenheit der Produkte und Dienstleistungen.
- ii. Unternehmensanalyse**
Bspw. Bereinigung der Vergangenheitsbilanz, Kennzahlen, Ableitung des nachhaltigen und operativen Ergebnisses.
- iii. Prognose und Planung (Erstellung bzw. Plausibilisierung der Planungsergebnisse)**
Bspw. Ausführungen, ob Planungsergebnisse vorgelegt oder vom Bewerter selbst erstellt wurden bzw. ob Anpassungen an eine vorgelegte Planung vorgenommen wurden. Art, Umfang und Ergebnis der Plausibilitätsüberprüfungen.
- c. Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse**
i. Vorgehen im Detailplanungszeitraum
Bspw. Begründung der Länge des Detailplanungszeitraums, wesentliche Annahmen zur Entwicklung des Nettomittelvermögens, des Anlagevermögens, der Finanzierung, Begründung der Annahmen zum Umsatzwachstum, der Investitions- und Ausschüttungspolitik.
- ii. Vorgehen im Restwertzeitraum**
Bspw. Darstellungen zum „eingeschwungenen“ Zustand, Begründung der Wachstumsrate, Angaben zur Plausibilität des Restwertes.
- iii. Übertragbarkeit der Ertragskraft**
Bspw. Analyse der Ertragskraft, ist diese vollständig, eingeschränkt oder nur temporär übertragbar, so dies bei der Bewertung zu berücksichtigen, sofern ja, wie ist dies erfolgt.
- d. Diskontierung der finanziellen Überschüsse**
i. Methodik zur Ableitung von Kapitalkosten
Bspw. Beschreibung des grundsätzlichen Vorgehens modellgetreu (objektiviert) oder subjektiviert, Ableitung und Begründung der Elemente der Kapitalkosten, Nennung der Quellen.
- ii. Ableitung der Eigenkapitalkosten**
Bspw. Annahmen zum risikoreichen Zins, der Multiplikationsrate und den Beta, Darstellung der Konsistenz untereinander und zu den Annahmen hinsichtlich Kapitalstruktur und Wachstumsrate.
- iii. Ableitung der Fremdkapitalkosten**
Bspw. Angaben zur Berechnung und Schätzung, Berücksichtigung eines Debt Beta etc.
- iv. Annahmen zur Kapitalstruktur**
Darstellung der Berechnung der gewogenen Kapitalkosten unter den Annahmen zur Kapitalstruktur. Darstellung der Bewertungseffekte, sofern die angenommenen von der effektiven Kapitalstruktur abweicht.

Berichterstattung – Muster aus der Kommentierung

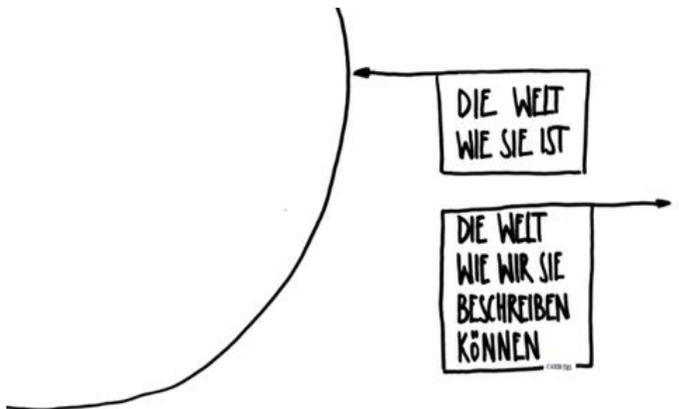
- e. Zu- und Abschläge**
Bspw. Begründung für die Verwendung und Beschreibung der Ableitung von Zu- oder Abschlägen auf die Kapitalkosten.
- 6. Bewertungsergebnis**
a. Überleitung vom Gesamtunternehmenswert auf den Anteilswert
Bspw. Ausführungen zur Vorgehensweise bei Beteiligungen von unter 100%, Darstellung des Abzugs von Finanzschulden oder anderen Korrekturposten; Ausführungen zur Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.
- b. Sensitivitätsanalyse**
Bspw. Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis bei Variation wesentlicher Parameter wie Kapitalkosten, Wachstumsrate, Steuersatz etc.
- c. Plausibilisierung**
Bspw. Berechnung von Multiplikatoren oder vereinfachten Bewertungsansätzen (auch Substanz- oder Liquidationswert), Diskussion und Begründung von allfälligen Abweichungen oder anderen Ergebnissen und Feststellungen.
- 7. Sonstige Offenlegungen**
Bspw. Offenlegung erfolgsabhängiger Vergütungen oder sonstiger finanzieller Interessen, Beschränkungen der Weitergabe und der Aussagefähigkeit (Disclaimer), Angabe, ob der Bewertende das Gutachten aktualisieren muss, sofern nicht bereits im Rahmen der Berichterstattung über den Auftrag erfolgt.



Frage 9

Verstehen meine Kunden das alles?

Antwort 9





Frage 10

Wer zahlt mir das?

Antwort 10



1. Der Wert für den Kunden – nicht die Zeit des Beraters – bestimmt den Preis.
2. Eine solide DCF-Bewertung führt dem Kunden seine mögliche Zukunft vor Augen.
3. Unternehmensbewertungen sind eine glänzende Gelegenheit, ganzheitliches Expertenwissen zu demonstrieren (Finanzplanung, Szenarien, Steuern, Rechnungslegung, M&A, Finanzierung etc.).
4. Kurz: Lösungen verkaufen, keine Stunden!



Unterstützungsangebot der EXPERTsuisse

Das EXPERTsuisse-Angebot

- **Grundlage**
Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», in den drei Landessprachen D, F und I
- **Vertiefung**
Kommentar zur Fachmitteilung: Band 190 EXPERTsuisse Schriftenreihe
- **Weiterbildung**
Bitte sehen Sie unter www.expertsuisse.ch/weiterbildungskalender
(Stichwort: «Unternehmensbewertung»)
- **Software**
Webbasierte Unternehmensbewertung der wevalue AG mit 20%
Exklusivrabatt für Mitglieder von EXPERTsuisse (verfügbar ab 2019)