

# 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](mailto:tobias.huettche@fhnw.ch)



Zürich, 9. April 2019

## Frage 1

Warum eine Überarbeitung der Fachmitteilung 2008?

## Antwort 1



1. Die FM 2008 war nur prozessorientiert und nicht methodisch ausgerichtet.
2. Bedarf an „guidance“.
3. Deutschland und Österreich machen voran.

## Frage 2

Was hat sich geändert?

## Antwort 2



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

## Frage 3

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

## Antwort 3



1. Fachmitteilung ist nur eine Empfehlung aber wohl ein *soft standard*.
2. Praktikerverfahren auch weiterhin Teil des Methodenmixes.
3. Ausschliesslich Bewertung mit Praktikerverfahren und Multiples nur im Einzelfall.

## Antwort 3

Zukunftserfolgsverfahren  
sind «Best Practice»,  
Praktikverfahren Teil des  
Methodenmixes

Ausschliessliche  
Bewertung mit  
«Praktikerverfahren»  
im Einzelfall zulässig

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).

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

Wie und was plane ich bei einem KMU ohne Plan?

## Antwort 4



Von Metzgern lernen: Kundenbedürfnisse wecken und befriedigen!

## Antwort 4

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 5

Woher beziehe ich aktuelle Kapitalkosten für KMU?

## Antwort 5

Objektivierte 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.

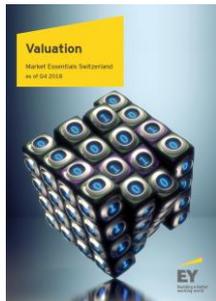
Quellen nennen,  
Annahmen begründen

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



WACC EXPERT Home Our offering Who we are Our methodology Contact

Country: SWITZERLAND Sector: MEDIA

WACC	755%
Weight of Debt	1937%
Corporate Tax Rate	1792%
Cost of Debt	2.40%
Annual Inflation Rate	-0.20%
Country Risk Premium	0.50%
Risk Free Rate	0.90%
Unlevered Beta	0.90
Market Premium	7.00%

In Switzerland, the WACC for Media is 755%.  
Based on your company's specific characteristics, it can vary from 6.48% to 11.73%.  
[Detailed assumptions](#)

## 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

pages.stern.nyu.edu/~adamodar



## Site Guide

News **Marktdaten** Teilnehmer Emittenten Investoren Profil

Aktien Anleihen ETFs & Fonds ETPs Indizes Statistiken Data Se

Kurse Handel **Unternehmen**

LISTE DER UNTERNEHMEN >

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

## 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.

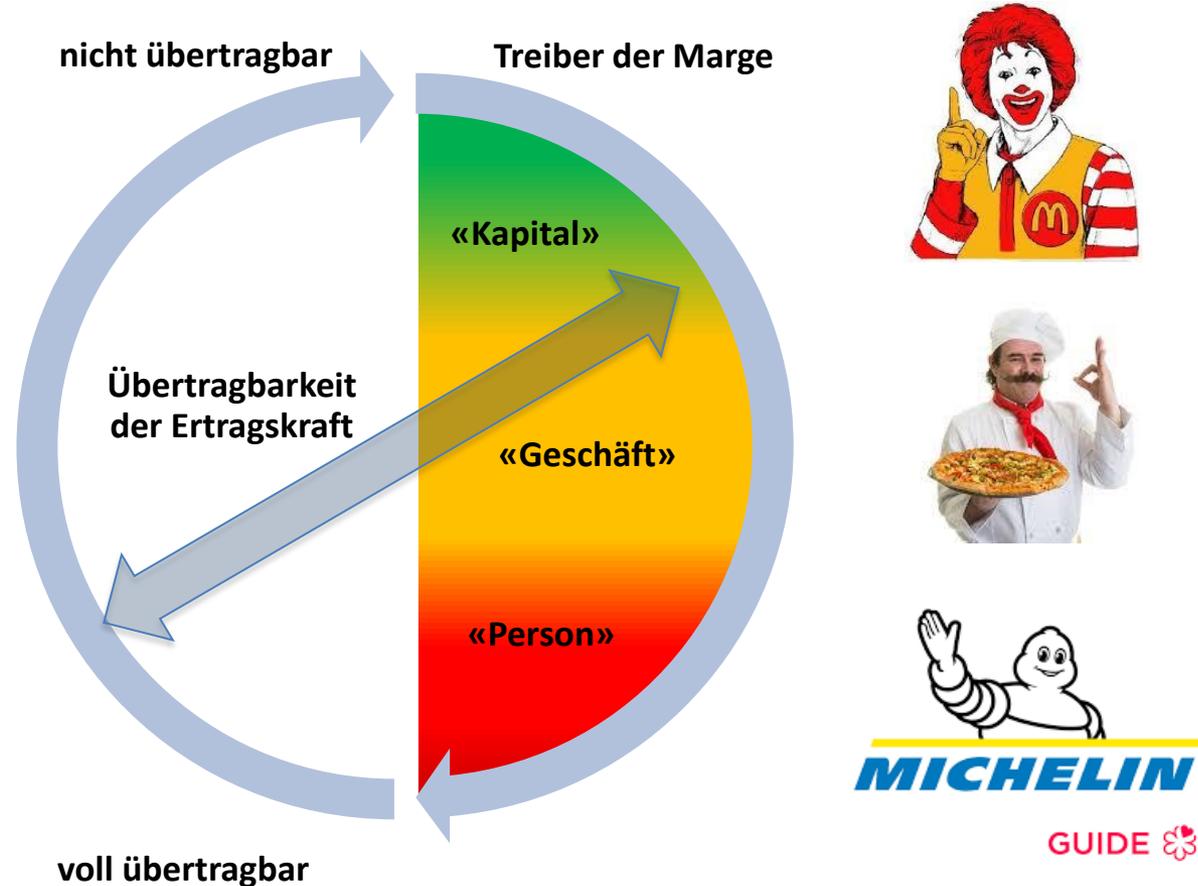
Analyse der  
übertragbaren  
Ertragskraft ist zentral

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\*

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
<b>Nennungen insgesamt und absolut</b>		<b>0</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>1</b>
<b>Auf personen- oder geschäftsbezogenen Goodwill (Übergewinn) entfallender Teil</b>		<b>0%</b>	<b>50%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>50%</b>	<b>0%</b>

\*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»

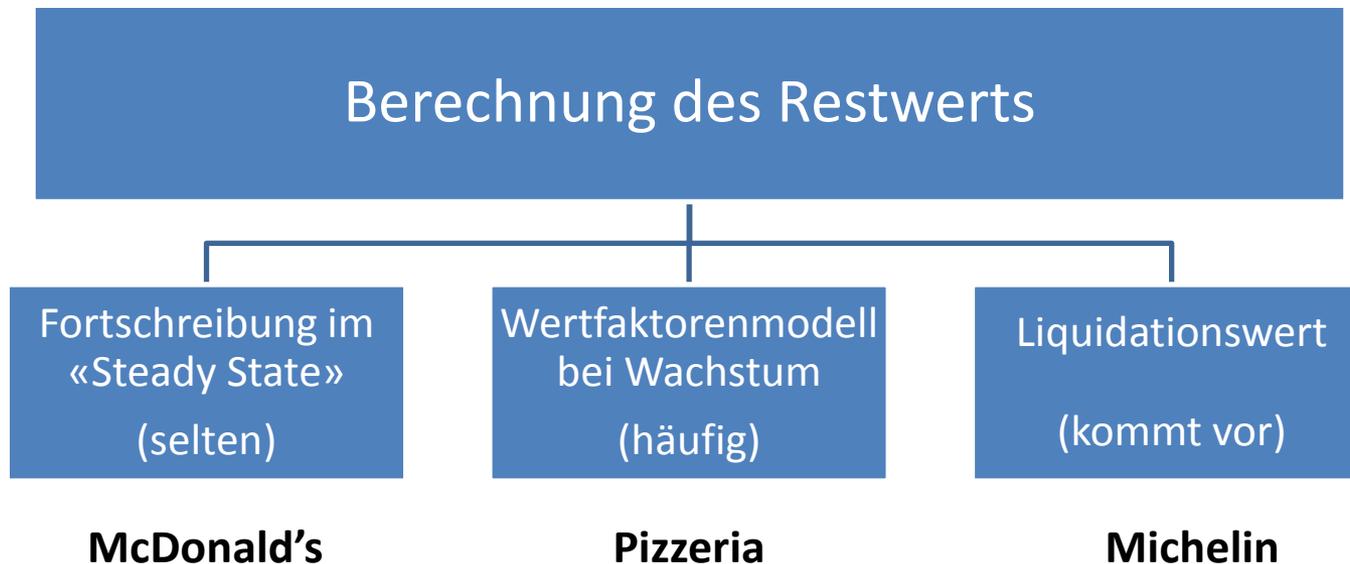
Wertfaktorenmodelle als Alternative

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

### 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 objektivierten Unternehmenswertes, Umgang mit Abweichungen zwischen technischem und effektivem Bewertungsstichtag.

# Berichterstattung – Muster aus der Kommentierung

## c. Funktion und Stellung des Bewertenden

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 sachverständigen 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.

## 4. Bewertungsobjekt

### a. Identifikation und Beschreibung des Bewertungsobjekts

Bspw. Ausführungen zur Abgrenzung des Bewertungsobjekts (handelt es sich um eine rechtliche oder wirtschaftliche Einheit (Zweigniederlassung, Segment o.ä.). Ist das Bewertungsobjekt bereits existent oder entsteht es im Rahmen der Transaktion (Fusion, spin-off, Abspaltung etc.).

### b. Rechtliche Grundlagen

Bspw. Ausführungen zur Gründung, Gesellschaftern, Sitz etc. Für die Bewertung relevante Rechtsgrundlagen (Gesetze, Verträge und andere Vereinbarungen) sollten ebenfalls hier genannt werden.

### c. 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

### a. Bewertungsmethode

#### i. In Betracht gezogene und angewendete Bewertungsmethode(n)

Die Anwendung eines Zukunftserfolgsverfahrens (Ertragswert- oder DCF-Methode) 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 Aktionärsbindungsvertrag) 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 Vergangenheits- 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.

### b. Finanzmodell

#### i. Analyse des Geschäftsmodells, Umwelt- und Umfeldanalyse

Bspw. Ausführungen zu Erlös- und Cash-Generierung, Werttreibern, Geschäftsprozessen und zu volkswirtschaftlichen Entwicklungen, Auswirkungen von Inflation, Währung und Zinsumfeld auf das Bewertungsobjekt. Beschreibung des relevanten Marktes, des Marktpotenzials sowie der Beschaffenheit der Produkte und Dienstleistungen.

#### ii. Unternehmensanalyse

Bspw. Bereinigung der Vergangenheitsdaten, Kennzahlen, Ableitung des nachhaltigen und operativen Ergebnisses.

#### iii. Prognose und Planung (Erstellung bzw. Plausibilisierung der Planungsrechnung)

Bspw. Ausführungen, ob Planungsrechnung vorgelegt oder vom Bewertenden selbst erstellt wurde bzw. ob Anpassungen an einer vorgelegten Planung vorgenommen wurden. Art, Umfang und Ergebnis der Plausibilitätsbeurteilungen.

### c. Ableitung der künftigen finanziellen Überschüsse

#### i. Vorgehen im Detailplanungszeitraum

Bspw. Begründung der Länge des Detailplanungszeitraums, wesentliche Annahmen zur Entwicklung des Nettoumlaufvermögens, 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, ist 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: modellgestützt (objektiviert) oder subjektive Schätzung, Ableitung und Begründung der Elemente der Kapitalkosten, Nennung der Quellen.

#### ii. Ableitung der Eigenkapitalkosten

Bspw. Annahmen zum risikofreien Zins, der Marktisikoprämie und dem Beta. Darstellung der Konsistenz untereinander und zu den Annahmen hinsichtlich Kapitalstruktur und Wachstumsrate.

#### iii. Ableitung der Fremdkapitalkosten

Bspw. Angaben zur Berechnung oder Schätzung, Berücksichtigung eines Debt-Beta etc.

#### iv. Annahmen zur Kapitalstruktur

Darstellung der Berechnung der gewogenen Kapitalkosten nebst den Annahmen zur Kapitalstruktur. Darstellung der Bewertungseffekte, sofern die angenommene 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](http://www.expertsuisse.ch/weiterbildungskalender) (Stichwort: «Unternehmensbewertung»)
- **Software**  
Webbasierte Unternehmensbewertung der wevalue AG mit 20% Exklusivrabatt für Mitglieder von EXPERTsuisse (verfügbar ab 2019)

<< Plan-Zahlen-Monitor

## Heinrich Malz AG: DCF-Bewertung

Anzuzeigendes Szenario

Basis-Szenario

Überblick DCF-Bewertung DCF-Charts Kapitalkosten Sensitivitätsanalyse Implizierte Bewertungs-Multiples

Überblick

**2'823**

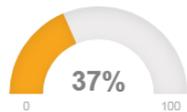
Nettounternehmenswert  
(Equity Value) in TCHF

Wertbandbreite per Stichtag 31.12.2018:  
TCHF 2'578 bis TCHF 3'110

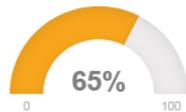
**7.31%**

Gesamtkapitalkosten  
(WACC)

Eigenkapitalkosten: 10.76%  
Fremdkapitalkosten (vor Steuern): 1.7%



Fremdkapitalquote (Ist) impliziert durch DCF-Bewertung



Anteil Restwert am Bruttoundernehmenswert



Konsistenzindex zur DCF-Bewertung

Fremdkapitalquote (Zielkapitalstruktur)



DCF-implizierte  
Kapitalstruktur