

BEWERTUNG VON TREUHANDUNTERNEHMEN IM NACHFOLGEPROZESS

Empirische Untersuchung zu den Einflussfaktoren in der Schweiz

Zur Sicherung der erfolgreichen Unternehmensfortführung im Nachfolgeprozess stellt neben der Suche nach einem potenziellen Nachfolger insbesondere die Preisfindung eine grosse Herausforderung dar. Der Beitrag erläutert als Resultat einer empirischen Untersuchung die Bewertungsansätze und Preisfindungseinflüsse, die in der Schweizer Praxis zur Anwendung kommen.

1. EINLEITUNG

1.1 Problemstellung und Relevanz. Jedes fünfte Schweizer Kleinst- und Kleinunternehmen plant, innerhalb der nächsten fünf Jahre die Nachfolgeregelung zu vollziehen [1]. Von dieser Thematik ist auch die Treuhandbranche betroffen und dies von zwei Seiten: Zum einen unterstützen Treuhandunternehmen ihre Mandanten bei der Planung und in der Umsetzung der Nachfolge, zum anderen muss auch jedes Treuhandunternehmen selbst den Generationenwechsel meistern. Hierbei spielt neben der Suche nach einem geeigneten Nachfolger die Festlegung des Transaktionspreises die entscheidende Rolle für eine nachhaltige Fortführung. In der Literatur findet sich zwar eine Vielzahl an klassischen Bewertungsmethoden, welche jedoch auf die spezifischen Gegebenheiten anzupassen sind. Dabei sind vor allem die der eigentlichen Bewertung zugrunde gelegten Annahmen und die Einflussfaktoren der anschliessenden Kaufpreisfindung von Interesse. Trotz der praktischen Relevanz hat das Thema in der Forschung bis anhin wenig Beachtung gefunden. Aus diesem Anlass bezweckt eine qualitative Untersuchung [2], erste Erkenntnisse zu den Einflussfaktoren der Bewertung und Kaufpreisfindung bei der Nachfolgeregelung in Treuhandunternehmen in der Schweiz zu gewinnen.

1.2 Methodisches Vorgehen. Mithilfe leitfadengestützter Experteninterviews mit Personen, die an Transaktionen von

Treuhandunternehmen in jüngster Vergangenheit beteiligt waren (Käufer und Verkäufer sowie externe Berater), wurden die tatsächlich erfolgten Bewertungsprozesse rekonstruiert. Neben den strukturellen Eigenschaften des Unternehmens und des Branchenumfelds lag das Hauptaugenmerk gleichsam auf den Determinanten für die Anwendung einer bestimmten Bewertungsmethode sowie auf den zugrunde gelegten Annahmen. Da in der Praxis bei Unternehmensnachfolgen der Transaktionspreis oft nicht dem Unternehmenswert entspricht, liegt der Fokus zudem auf den für die Preisfindung relevanten Einflussfaktoren.

2. THEORETISCHE GRUNDLAGEN

2.1 Differenzierung zwischen Unternehmenswert und Kaufpreis. In der Literatur wird klar zwischen der eigentlichen Bewertung des Unternehmens und der anschliessenden Preisfindung unterschieden. Entsprechend sind die Begriffe *Wert* und *Preis* klar voneinander abzugrenzen [3]. Der *Wert* stellt dabei das Resultat einer vom Verhandlungsprozess unabhängigen betriebswirtschaftlichen Bewertung des Unternehmens und dessen Potenzials dar. Unter dem Begriff *Preis* wird hingegen der in Geldeinheiten bezifferte Tauschwert verstanden [4]. Dieser ist nicht Ergebnis der Bewertung, sondern das Resultat der am Ende der Verhandlung liegenden Einigung zwischen den Vertragsparteien [5]. Bei diesen Verhandlungen wird versucht, für die eigene Vertragsseite



PETER BARMETTLER,
DR. OEC., DIPL. HANDELS-
LEHRER, DIREKTOR
HÖHERE WIRTSCHAFTS-
BILDUNG HSO WIRT-
SCHAFTS- UND
KADERSCHULE SCHWEIZ,
ZÜRICH



PASCAL SCHNEIDER,
DIPL. TREUHANDEXPERTE,
MAS FH TREUHAND UND
UNTERNEHMENS-
BERATUNG,
DIE TREUHANDEXPERTEN
AG, HERISAU/AR

Abbildung 1: **WERTHALTIGKEIT DES GOODWILLS BEI PRODUKTIONS- UND DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN** [7]

Produktionsunternehmen	Dienstleistungsunternehmen
→ Die Substanz des Unternehmens ist von wesentlicher Bedeutung für den Gesamtwert.	→ Die Substanz ist in der Regel von untergeordneter Bedeutung für den Gesamtwert.
→ Der Goodwill ist meist relativ unabhängig von der Person des Unternehmers.	→ Der Goodwill ist eng mit der Person des Geschäftsinhabers verbunden.
→ Der Goodwill kann in der Regel ohne grössere Probleme auf einen neuen Inhaber übertragen werden.	→ Der Goodwill kann nicht ohne Weiteres auf einen anderen Berufsangehörigen übertragen werden.
→ Das Risiko einer Wertberichtigung des Goodwills ist begrenzt.	→ Nach der Übertragung eines Dienstleistungsunternehmens steigt das Risiko einer Wertberichtigung des Goodwills.
→ Die Reproduzierbarkeit eines vergleichbaren Unternehmens in einem angemessenen Zeit- und Kostenrahmen ist kaum denkbar.	→ Die Reproduzierbarkeit von Dienstleistungsunternehmen ist in einem angemessenen Zeit- und Kostenrahmen denkbar.

ein möglichst vorteilhaftes Ergebnis zu erzielen. Dabei spielen taktische und psychologische Überlegungen sowie die ökonomischen Bedingungen von Angebot und Nachfrage eine Rolle [6].

Eine konsequente Unterscheidung zwischen Bewertung und Preisfindung fördert zum einen ein methodisch korrektes Vorgehen und zum anderen die Nachvollziehbarkeit der getroffenen Annahmen und des finalen Transaktionspreises. Dies ist insbesondere für die Interessenswahrung nicht direkt Beteiligter (z. B. im Falle von Bankfinanzierungen, mehreren Familiennachkommen, Partnerschaftsmodellen) von praktischer Relevanz. Die Erhebung zeigt jedoch eine klar abweichende Handhabung in der Praxis. Oft werden dabei Preisfindungseinflüsse bereits in der eigentlichen Bewertung berücksichtigt, was durch die Vermischung unterschiedlicher Kategorien von Einflussfaktoren zu weniger transparenten Resultaten führt und die Nachvollziehbarkeit durch Dritte erschwert.

2.2 Bewertung von Dienstleistungsunternehmen. Die *Discounted-Cashflow-Methode* (DCF) ist eine der am meisten angewendeten und akzeptierten Methoden, sowohl in der Theorie als auch in der Praxis. Hingegen werden rein bestandsorientierte Bewertungsmethoden (wie die reine Substanzwertmethode) wegen der fehlenden Berücksichtigung von Wertflüssen in der Zukunft als eigenständiger Bewertungsansatz zunehmend infrage gestellt. Viel eher wird die Substanzwertmethode in Kombination mit dynamischen Komponenten (Mittelwertmethode) oder als Kontrollrechnung (Wertuntergrenze) eingesetzt. Obwohl die DCF-Methode stark an Bedeutung gewonnen hat, sind bei der Bewertung von Dienstleistungsunternehmen einige kritische Aspekte zu berücksichtigen, welche eine zuverlässige Wertermittlung erschweren (Abbildung 1).

Als Folge besteht die Schwierigkeit bei der Wertermittlung von Dienstleistungsunternehmen im Umstand, dass dem Goodwill eine hohe Bedeutung zukommt, dieser jedoch gleichsam mit einer hohen Unsicherheit behaftet ist. Entsprechend findet sich in der Literatur für diese Branche die Empfehlung zur Anwendung von *branchenspezifischen Preis-*

findungsverfahren. Alternativ gilt es, bei der Anwendung *klassischer Bewertungsmethoden* die Merkmale von Treuhandunternehmen und der konkreten Nachfolgesituation im Detail zu berücksichtigen.

2.3 Anwendung klassischer Bewertungsmethoden bei Treuhandunternehmen

2.3.1 Substanzwertmethode. Die Substanzwertmethode kommt auch bei der Bewertung von Treuhandunternehmen im Sinne einer Plausibilitätsrechnung zur Bestimmung der Wertuntergrenze zum Einsatz. Im Rahmen einer Nachfolgeregelung ist der Wiederbeschaffungspreis im Zeitpunkt des Eigentümerwechsels zu wählen, d. h. es ist die Summe aller Vermögenswerte zu Fortführungswerten abzüglich Fremdkapital zu Marktwerten zu bestimmen [8]. Diesem Grundsatz folgend müssen sämtliche materiellen und immateriellen Vermögenswerte des Treuhandunternehmens – unabhängig davon, ob diese in der Handelsbilanz aufgeführt sind – in die Bemessung miteinfließen [9]. Die nichtbetriebsnotwendigen, neutralen Vermögensteile sind auszuscheiden und zum Liquidations- bzw. Verkehrswert zu berücksichtigen [10]. Auch wenn die Substanz bei einem Treuhandunternehmen in der Regel eine untergeordnete Rolle im Verhältnis zum Gesamtwert spielt, kann sie nicht vernachlässigt werden [11].

2.3.2 Mittelwertmethode (Praktikermethode). Bei der Mittelwertmethode errechnet sich der Unternehmenswert aus dem gewogenen arithmetischen Mittel von Substanz- und Ertragswert [12]. In der Regel werden der Ertragswert doppelt und der Substanzwert einfach gewichtet, was in der Schweiz unter der sogenannten *Praktikermethode* bekannt ist [13]. Diese Gewichtung, welche sich im Kreisschreiben Nr. 28 [14] wiederfindet, ist «eine Annahme, ein Kompromiss, und daher nicht begründbar» [15]. Eine sachgerechte Antwort auf die Frage, wie der Ertrags- und Substanzwert präzise zu priorisieren sind, wäre eine Orientierung an konkreten empirischen Zahlenwerten zur Zuverlässigkeit erfolgter Bewertungen [16]. Dies scheitert jedoch meist an einer fehlenden öffentlich zugänglichen Datenbasis [17]. Ferner ist die Vernachlässigung immaterieller Vermögenswerte eine weitere Schwachstelle

dieser Methode [18]. Dennoch kommt das Verfahren in der Schweiz vor allem bei Kleinunternehmen aufgrund der hohen Akzeptanz und der einfachen Umsetzbarkeit zur Anwendung [19].

2.3.3 DCF-Methode. Die DCF-Methode ist eine der am meisten angewendeten und allgemein akzeptierten Methoden für die Wertbestimmung eines Unternehmens [20]. Als Vorteile können neben der separaten Fremdkapitalbewertung auch der höhere Informationsgehalt sowie ihre Übersichtlichkeit genannt werden [21]. Die Schwierigkeiten liegen in der Bestimmung der bewertungsrelevanten Cashflows, der Parameter des in der näheren Zukunft liegenden detaillierten Prognosehorizonts, der Einschätzung der längerfristigen Zukunft (Berechnung der ewigen Rente) sowie in der Auswahl zur Verfügung stehender Kapitalisierungszinssätze.

Es gibt im heutigen Wirtschaftsleben kaum mehr eine Unternehmensbewertung, die nicht auf den DCF abstellt oder diesen wenigstens zum Vergleich anführt, sofern einem anderen Modell der Vorzug gegeben wird [22]. Diese zukunftsbezogene Methode gilt in der Literatur [23] und in der Branchenempfehlung von *Expertsuisse* [24] als «Best Practice» und somit als Standardmodell zur Unternehmensbewertung. Dies trifft auch für die Praxis zu, wie in einer jüngeren Auswertung veröffentlichter Bewertungsgutachten festgestellt

wurde [25]. Eine Bewertung nach der DCF-Methode erweist sich bei Nachfolgelösungen oft als Notwendigkeit, da es bei diesen Transaktionen besondere Finanzierungslösungen zu beachten gilt. Der Nachfolger kann häufig nur einen geringen Anteil des Kaufpreises aufbringen und ist somit auf die Finanzierung durch Dritte angewiesen. Diese Besonderheiten können in einer langfristigen Finanzplanung zweckmässig mit dem DCF-Ansatz verknüpft werden.

Obwohl die DCF-Methode immer mehr an Bedeutung gewonnen hat, gibt es einige kritische Aspekte zu beachten. Trotz einer methodisch sauberen und vorsichtigen Vorgehensweise kann die Unsicherheit betreffend die Prognose weit in der Zukunft liegender Cashflows nicht kompensiert werden (unsichere Schätzung des Residualwerts) [26]. Damit verknüpft ist das Problem der starken Abhängigkeit des Unternehmenswerts vom heute kaum schätzbaren Residualwert (hoher Anteil des Residualwerts am Gesamtwert) [27]. Bei der Bewertung von Treuhandunternehmen kommt – wie bei allen kleineren und mittelständischen Betrieben, die nicht an einer Börse kotiert sind – das Fehlen von Vergleichswerten für den Betafaktor [28] zur Bestimmung des gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes (Weighted Average Cost of Capital, WACC) als Schwierigkeit hinzu. So fehlt es für diese kleinen, oft spezialisierten und regional ausgerichteten Treuhandunternehmen an der Verfügbar-

keit von Aktienindizes, von welchen ein Betafaktor abgeleitet werden könnte.

2.3.4 Market Multiples (Marktvergleichsmethode). Die Marktvergleichsmethode basiert auf der Grundidee, dass der Wert eines Unternehmens, für das kein Marktpreis zu beobachten ist, vom Marktpreis eines vergleichbaren Unternehmens abgeleitet werden kann [29]. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen dem Unternehmenswert und bestimmten unternehmensspezifischen Referenzgrößen (z. B. Umsatz, Gewinn, Dividende, Cashflow) eine Relation besteht [30]. Die verwendete Verhältniszahl wird als Multiplikator (Multiple) bezeichnet. Vor der Berechnung des Unternehmenswerts ist zuerst eine Unternehmensanalyse hinsichtlich Branchenzugehörigkeit, Wettbewerbsposition, Umsatzwachstum und Kapitalstruktur durchzuführen, was eine sehr genaue Kenntnis des betreffenden Unternehmens bedingt. Die Wahl des Multiplikators ist abhängig von der Branche, dem Wachstumsprofil, den Unterschieden in der Rechnungslegung sowie der Ertragsituation [31]. Die in der Praxis am weitesten verbreiteten Multiplikatoren auf Stufe Brutto-Unternehmenswert sind neben dem Umsatz der EBITDA und der EBIT [32].

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) lehnt die ausschliessliche Bewertung auf Basis von Multiplikatoren ab [33]. Expertsuisse sieht die Anwendung von Multiplikatoren in der Plausibilisierung anderer Methoden [34]. Verschiedene empirische Studien belegen jedoch, dass Unternehmensbewertungen auf Basis von Multiples im Vergleich zu komplexeren Methoden wie dem DCF-Ansatz nicht ungenauer sind. Als Gründe dafür werden Schätzfehler bei der Bestimmung von Diskont- und Wachstumsrate genannt, welche das Ergebnis beim DCF-Ansatz mit hohen Unsicherheiten belegen [35].

2.4 Branchenspezifische Preisfindungsverfahren. Der Erfolg von kleinen und mittleren Treuhandunternehmen beruht stark auf personenbezogenen Faktoren. Um dieser hohen Personenbezogenheit und den branchenspezifischen Merkmalen von Treuhandunternehmen gerecht zu werden, bieten sich als Alternative zu den eingangs dargelegten klassischen Methoden (Substanzwert, Mittelwert, DCF, Multiples) das Umsatz- und Ertragswertverfahren an. Diese beiden Verfahren ermöglichen eine situationsgerechte Berücksichtigung unternehmens- und branchenspezifischer Merkmale sowie die Kombination vergangenheits- und zukunftsorientierter Elemente.

2.4.1 Umsatzverfahren. Als Bemessungsgrundlage für das Umsatzverfahren [36] wird der zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahresumsatz ohne Mehrwertsteuer definiert, der aufgrund bestehender, übertragbarer Mandatsverhältnisse und erteilter Aufträge erzielt werden kann. Als nachhaltig kann ein Umsatz bezeichnet werden, wenn er gemäss individueller Beurteilung zum Bewertungszeitpunkt für die nächsten drei bis fünf Jahre angenommen werden kann. Mithilfe einer Mandantenliste, die für jeden Mandanten die Umsätze der letzten drei Geschäftsjahre umfasst, sollte die Schätzung des nachhaltigen Umsatzes möglich sein. Umsätze aus Leistun-

gen, die aufgrund ihrer Personengebundenheit nicht übertragbar sind, müssen ausgesondert werden. Einmalige oder nicht regelmässig wiederkehrende Leistungen sollten mit dem Durchschnitt der Umsatzanteile der letzten drei Jahre berücksichtigt werden. Diese Modifikation der Bemessungs-

«Mithilfe einer Mandantenliste, die für jeden Mandanten die Umsätze der letzten drei Geschäftsjahre umfasst, sollte die Schätzung des nachhaltigen Umsatzes möglich sein.»

grundlage erscheint nur vertretbar, wenn zumindest «eine quantifizierbare Wahrscheinlichkeit für eine erneute Beauftragung (beim gleichen Mandanten) besteht» [37].

Der Umsatzmultiplikator bestimmt sich danach, welche Preise für vergleichbare Unternehmen derselben Branche im Verhältnis zu deren Umsatz in der jüngeren Vergangenheit bezahlt wurden. Für deutsche Steuerpraxen definiert die *Bundessteuerberaterkammer* beispielsweise einen üblichen Bewertungsrahmen des Umsatzmultiplikators von zwischen 80% und 140%, wobei solche «offiziellen» Angaben dazu verleiten, die spezifischen Gegebenheiten teilweise zu stark ausser Acht zu lassen [38]. Als zusätzliches Instrument, den Multiplikator den tatsächlichen Gegebenheiten anzupassen, sind Zu- und Abschläge für die nachfolgenden Charakteristika vorgesehen (*Abbildung 2*). Allgemeine oder übliche Chancen und Risiken der Mandatsbeziehungen bleiben dabei jedoch ausser Betracht.

2.4.2 Ertragswertverfahren. Im Gegensatz zum Umsatzverfahren orientiert sich das Ertragswertverfahren am nachhaltig erzielbaren Reingewinn. Daraus wird der Ertragswert im Sinne einer ewigen Rente (Annuität) ermittelt, was einer Situation ohne Marktwachstum entspricht; dabei stimmen die Abschreibungen mit den Ersatzinvestitionen überein, und die erzielten Gewinne werden in Form von Dividenden laufend ausgeschüttet [39]. Diese Annahmen entsprechen nicht der Wirklichkeit, vereinfachen die Rechnung jedoch ganz erheblich [40]. Die Ergebnisse nach diesem Verfahren sind aufgrund der Berücksichtigung der fixen und variablen Kosten sowie den entsprechenden Chancen und Risiken im Rahmen der Detailplanung fundiert, nachvollziehbar und vergleichbar [41].

3. ERKENNTNISSE

3.1 Beurteilung der angewandten Bewertungsmethoden.

Bei den rekonstruierten Übernahmetransaktionen kamen entweder das Umsatzverfahren oder das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung des Substanzwertes zum Einsatz. Letzteres entspricht dem Konzept der Mittelwertmethode. Die reine Ertragswertmethode wurde hingegen nicht verwendet.

3.1.1 Umsatzverfahren. Das in der Praxis oft angewendete Umsatzverfahren kann sicherlich für die Bewertung von Treu-

Abbildung 2: **UMSATZVERFAHREN MIT BRANCHENSPEZIFISCHEN PREISFINDUNGSEINFLÜSSEN**

Gesamtwert des Treuhandunternehmens	
Substanzwert + Goodwill	
Substanzwert	
Bewertung der übertragenen Vermögenswerte auf Basis ihrer Wiederbeschaffungs- bzw. Wiederherstellungskosten	
Goodwill	
(1)	Ermittlung des nachhaltigen Umsatzes
	→ Durchschnittlicher Umsatz der letzten drei Jahre (evtl. Gewichtung der jüngsten Periode)
	→ ohne Berücksichtigung der Mehrwertsteuer
	→ inkl. anteilmässiger Erfassung der aperiodischen Umsätze
	→ abzüglich Umsatz mit Mandanten, bei denen nach der Übergabe von einer Vertragsauflösung ausgegangen werden muss
	→ abzüglich einmaliger Umsätze
(2)	Ermittlung des Multiplikators
	→ Basierend auf den aktuellen (durchschnittlichen) Marktdaten
	→ unter Berücksichtigung möglicher Zu- bzw. Abschläge für folgende Merkmale:
	→ Organisatorischer Zustand
	→ Qualität der Arbeit, insbesondere bezüglich der Mandate in der Wirtschaftsprüfung (Langzeitrisiken)
	→ Alters- und Erfahrungsunterschiede bei den Mitarbeitenden
	→ Streuung bestehender Mandate
	→ Über- oder unterdurchschnittliche Rendite
	→ Wettbewerbsintensität und Standortfaktoren
	→ Langfristige Vertragsbindungen
	→ Expansionsmöglichkeiten
	→ Überleitung durch den bisherigen Inhaber
	→ Marktbedingungen für Unternehmenstransaktionen
	→ Finanzierungsmöglichkeiten
	→ Zeitlich kurzer Bestand der Unternehmung (weniger als fünf Jahre)
	→ Längere Tätigkeitsunterbrechung

handunternehmen als sachgemäss bezeichnet werden. Der Umsatz als Basis für die Wertermittlung bringt dabei folgende Vorteile: Er ist einfach zu ermitteln und widerspiegelt die Chancen der übernehmenden Person sachgerecht [42]. Die Kostenstruktur wird im Umsatzverfahren hingegen nicht berücksichtigt, was ein erhebliches Risiko von Fehlbewertungen in sich birgt. Verhält sich doch der Umsatz

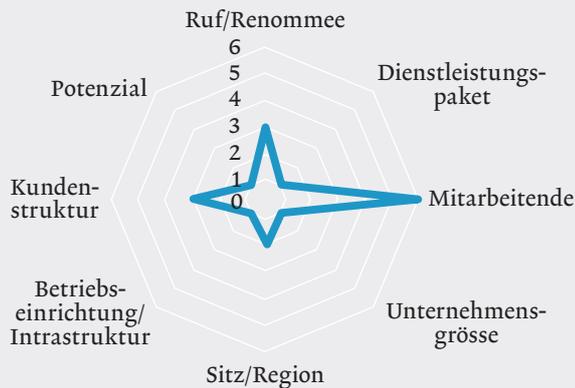
nicht in einer gleich bleibenden Relation zum Gewinn. Als mögliche Gründe für diese Differenzen lassen sich beispielsweise das Verhältnis zwischen Gehalt und verrechnetem Stundensatz, Effizienz und strukturelle Unterschiede aufführen. Die Nichtbeachtung der Kostenstruktur führt folglich bei gleich hohen Umsätzen, aber ungleichen Aufwendungen zum selben Goodwill.

Diese Aussage ist nur insofern gültig, als die besonderen Gegebenheiten des zu bewertenden Unternehmens nicht in die Bemessung des Multiplikators mit einfließen. Hier besteht jedoch die Möglichkeit, mittels Zu- und Abschlägen die unterschiedlichen Strukturen zu berücksichtigen.

Die grosse Schwierigkeit bei der Anwendung des Umsatzverfahrens liegt in der Ermittlung des Umsatzmultiplikators. In den untersuchten Transaktionen reicht dessen Bandbreite von 24% bis 60% eines Jahresumsatzes. Die Bundessteuerberaterkammer in Deutschland definiert dagegen, wie erwähnt, einen Bewertungsrahmen von 80% bis 140% [43].

3.1.2 Ertragswertverfahren. Im Gegensatz zum Umsatzverfahren hat die Planung im Ertragswertverfahren detaillierter zu erfolgen. Insbesondere sind die Kosten im Einzelnen zu planen, und es gilt abzuschätzen, ob diese künftig im selben Umfang anfallen werden. Ein besonderes Augenmerk ist dabei auf die Personalkosten zu legen, da diese den Hauptkostenfaktor in einem Treuhandunternehmen darstellen.

Abbildung 3: **BEDEUTUNG DER UNTERNEHMENS- UND BRANCHENBEZOGENEN PREISFINDUNGSEINFLÜSSE**



Das Ertragswertverfahren ist unter folgenden Prämissen für die Bewertung von Treuhandunternehmen anwendbar: Die bewertungsrelevanten Faktoren müssen sachbezogen ermittelt werden, wobei Bestandteile des Erfolgs, die ausschliesslich im Zusammenhang mit der veräussernden Person stehen, nicht in die weitere Analyse einbezogen werden dürfen. Zudem gilt es für die Konkretisierung des Zukunftserfolgs ein besonderes Augenmerk auf das übertragbare Potenzial der bestehenden Mandate zu legen. Die Bindung zum Unternehmen hängt dabei zum einen von der Mandatsstruktur (Anzahl und Alter der Mandanten, Streuung der bisherigen Mandanten), zum anderen von der Kooperationsbereitschaft des Verkäufers (Empfehlungen an die bisherigen Mandanten, Einarbeitung, Übergangstätigkeit) ab.

3.2 Preisfindungseinflüsse in der Schweizer Praxis. Die Preisfindungseinflüsse sind unternehmens- und branchenbezogener oder aber transaktionsbezogener Natur.

3.2.1 Unternehmens- und branchenbezogene Preisfindungseinflüsse. Als meist genanntes Kriterium, das einen massgeblichen Einfluss auf die Kaufpreisbestimmung hat, wurden die Mitarbeitenden genannt. Verfügt ein Treuhandunternehmen über langjährige und treue Mitarbeitende, die gut ausgebildet sind und sich durch ein gewinnbringendes Beziehungsnetz auszeichnen, hat dies kaufpreiserhöhende Auswirkungen. Weitere wichtige Unternehmenseigenschaften sind die Kundenstruktur sowie ein gutes Renommee (Abbildung 3).

3.2.2 Transaktionsbezogene Preisfindungseinflüsse

3.2.2.1 Bewertungszweck und Situation der veräussernden Partei. Weder der Bewertungszweck (Nachfolgesituation) noch die Situation der veräussernden Partei scheint einen Einfluss auf den Kaufpreis zu haben. Dies zeigt sich dahingehend, dass selbst bei einer schwachen Verhandlungsposition des Verkäufers (bspw. hohes Alter, keine weiteren Kaufinteressenten) diese von der Käuferseite nicht ausgenutzt wird. Der Käufer ist für den weiteren Verlauf der Geschäftstätigkeit darauf angewiesen, dass der Verkäufer seine Kun-

den mit einem guten Gefühl über den Wechsel informiert und anschliessend die Mandate korrekt und geordnet an seinen Nachfolger übergibt.

3.2.2.2 Vertragliche Ausgestaltung. In den meisten Fällen wird vertraglich vereinbart, dass der bisherige Inhaber des Treuhandunternehmens für eine gewisse Zeit im Betrieb weiter beschäftigt wird. Diese Vertragsbedingung wird vor allem aus Sicht der übernehmenden Partei als äusserst wichtig empfunden. Diese Feststellung deckt sich auch mit der verbreiteten Lehrmeinung, wonach vermehrt auf die Wichtigkeit hingewiesen wird, den bisherigen Inhaber für eine Übergangszeit an das Unternehmen zu binden [44].

3.2.2.3 Marktbedingungen für Unternehmenstransaktionen. Bei der Planung der Nachfolgeregelung steht zuerst der Grundsatzentscheid, ob der Betrieb an eine grössere Einheit veräussert werden soll oder ob als Nachfolger eine Einzelperson infrage kommt. Grössere Treuhandunternehmen sind aufgrund ihrer Wachstumsstrategie laufend auf der Suche nach erfolgreichen lokalen Treuhandunternehmen. Weitaus schwieriger stellt sich der Sachverhalt dar, wenn der Betrieb an eine Einzelperson weitergegeben wird. Gemäss den Erkenntnissen aus den Experteninterviews besteht aktuell ein Angebotsüberschuss in diesem Bereich. Erschwerend kommt hinzu, dass seitens der nachfolgenden Generation immer weniger die Bereitschaft besteht, Verantwortung und unternehmerisches sowie finanzielles Risiko zu übernehmen. Als mögliche Alternative nennen die Experten das sogenannte

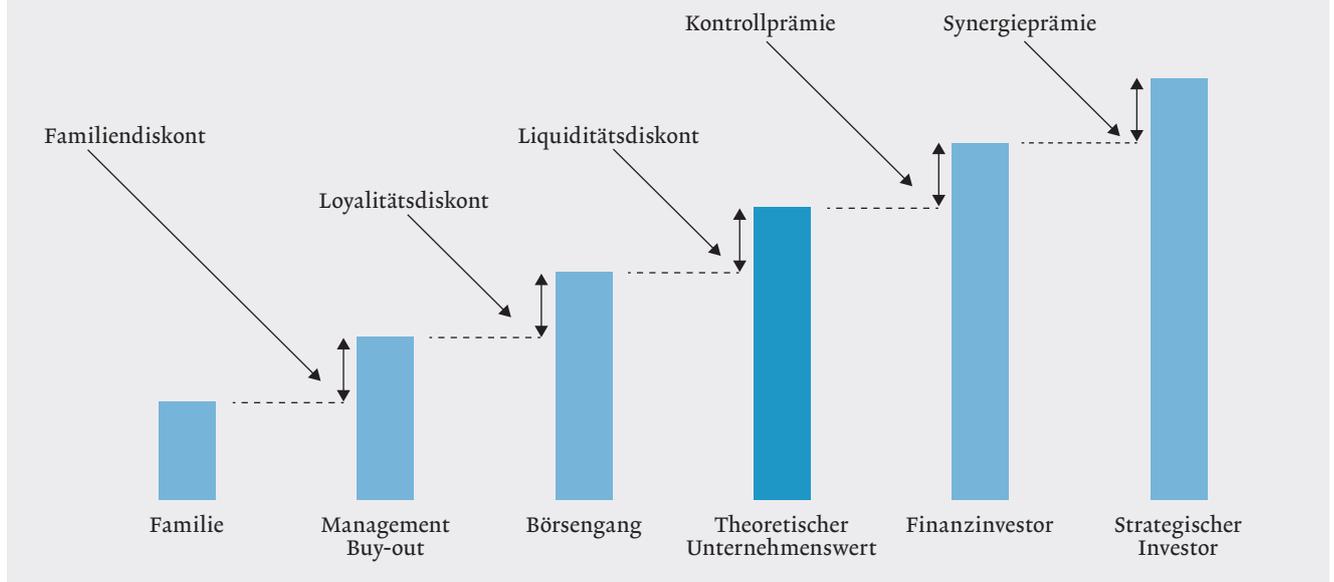
«Verfügt ein Treuhandunternehmen über langjährige und treue Mitarbeitende, die gut ausgebildet sind und sich durch ein gewinnbringendes Beziehungsnetz auszeichnen, hat dies kaufpreiserhöhende Auswirkungen.»

«Partnermodell». Dabei können mehrere Mitarbeitende Anteile der Gesellschaft übernehmen. Damit wird das Risiko sowie die Verantwortung auf mehrere Personen verteilt.

3.2.2.4 Finanzierungsmöglichkeiten und Situation der erwerbenden Partei. Sofern der Verkauf nicht an eine grössere Einheit erfolgt, haben die Finanzierungsmöglichkeiten der übernehmenden Partei einen massgeblichen Einfluss auf die Preisbestimmung. Um die Transaktion trotz beschränkter finanzieller Mittel der übernehmenden Person abschliessen zu können, stehen verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung.

Entweder wird der Preis des Unternehmens mittels Abschlägen reduziert, damit er durch den Übernehmer finanziert werden kann. Eine Studie zur Nachfolgeregelung im Schweizer KMU-Segment führt klar zutage, dass die Unternehmer neben dem Finden von potenziellen Nachfolgern

Abbildung 4: ÜBERSICHT DISKONTS UND PRÄMIENZUSCHLÄGE [46]



die Finanzierung der Transaktion als grösstes Problem der familienexternen Unternehmensnachfolge erachten [45]. Dies deckt sich mit den Erkenntnissen der diesem Beitrag zugrunde liegenden qualitativen Erhebung, wonach aufgrund erschwelter Finanzierbarkeit in einer konkreten Transaktion effektiv ein Preisabschlag von 20% vom errechneten Unternehmenswert (Mittelwertmethode) gewährt wurde. Eine andere Möglichkeit bieten Verkäuferdarlehen. Dabei wird durch den Verkäufer ein Teil des Preises in Form eines Darlehens stehen gelassen, was das zu finanzierende Transaktionsvolumen verringert.

Eine weitere Möglichkeit der Kaufpreisfinanzierung stellt die sogenannte «Earn-Out-Klausel» dar. Unter Anwendung dieser Klausel kann die Bezahlung des Kaufpreises auf einen

späteren Zeitpunkt verschoben werden, was einen gewissen Stundungseffekt zur Folge hat.

3.2.2.5 Zu- und Abschläge. Die Literatur sieht eine Vielzahl weiterer Zu- und Abschläge vor, mit welchen die nach den üblichen Bewertungsmaßstäben ermittelten Unternehmenswerte weiter angepasst werden können (Abbildung 4).

Als potenzielle Nachfolger von Treuhandunternehmen kommen neben Familienangehörigen, Management bzw. Belegschaft auch Mitbewerber aus der Branche infrage. Entsprechend sind der Familiendiskont, der Loyaltätsdiskont und die Kontrollprämie von praktischer Relevanz.

Diese sind aber nur anzuwenden, sofern die Anpassung nicht bereits bei der Ermittlung der Kapitalkosten Berück-

sichtigung findet [47]. So wurden bei den untersuchten Verkaufstransaktionen beispielsweise keine solchen Zu- und Abschläge eingesetzt. Vielmehr erfolgte eine Anpassung des Unternehmenswerts auf eine sehr individuelle Art und Weise. Mittels einer Vertragsklausel vereinbarten die Vertragsparteien u. a. eine gewisse Umsatz- oder Gewinngrösse in der Zukunft, welche dann bei Unter- oder Überschreitung gewisse Preiszuschläge oder Reduktionen mit sich brachten. Mittels dieser Vertragskomponenten wurde versucht, die Unsicherheiten in der Zukunftsbetrachtung zu nivellieren.

4. FAZIT

Die Erkenntnisse der durchgeführten qualitativen Untersuchung zu Transaktionen von Treuhandunternehmen in der

Schweiz lassen sich mit vier Schlussfolgerungen zusammenfassen:

1. In der Praxis wird methodisch nicht sauber zwischen der eigentlichen Bewertung und der nachfolgenden Preisermittlung unterschieden.
2. Das Ertragswertverfahren kommt nur unter Berücksichtigung des Substanzwertes zur Anwendung.
3. Die unternehmens- und branchenbezogenen Preisfindungseinflüsse geniessen eine stark unterschiedliche praktische Relevanz. Am wichtigsten erscheinen mit Abstand die Mitarbeitenden, der Ruf, die Kundenstruktur und der örtliche Sitz.
4. Die aktuelle Marktlage ist gekennzeichnet durch ein hohes Angebot bei gleichzeitig begrenzter Nachfrage nach Schweizer Treuhandunternehmen. Dies führt im Einzelfall zu markanten Preisabschlägen. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Studie der Credit Suisse in Zusammenarbeit mit der Universität St. Gallen (2013): Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU – Unternehmensnachfolge in der Praxis, Zürich 2013, S. 18. 2) Vgl. Schneider, P. (2015): Studie zur Bewertung von kleinen Treuhandunternehmen im Nachfolgeprozess – Ein Vergleich zwischen Theorie und Praxis, 2015. 3) Vgl. Huber, M. (1998): Bewertung von Dienstleistungsunternehmen – Das Human Capital als wertbestimmender Faktor in Theorie und Praxis, Bern 1998, S. 22. 4) Vgl. Behringer, S. (2009): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe – Betriebswirtschaftliche Vorgehensweise, Berlin 2009, S. 54. 5) Vgl. Ams, O./Wymann, J.-J. (2011): Unternehmensbewertung für Klein- und Mittelunternehmen, in: TREX – Der Treuhandexperte 3/2011, S. 141. 6) Vgl. Behringer, S. (2009): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe – Betriebswirtschaftliche Vorgehensweise, Berlin 2009, S. 54. 7) In Anlehnung an Englert, J. (2005): Bewertung von Steuerberatungskanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin, 2005, S. 528. 8) Vgl. Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodemix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder 2007/9, S. 604 und Maltry, H./Sieben, G. (2005): Der Substanzwert der Unternehmung, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin, S. 379. 9) Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (1997): Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997, S. 47. 10) Vgl. Volkart, R. (2002): Unternehmensbewertungen und Akquisitionen, Zürich 2002, S. 79 ff. 11) Vgl. Englert, J. (2005): Bewertung von Steuerberatungskanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin, 2005, S. 529–530. 12) Vgl. Loderer, C./Wälchli, U. (2010): Handbuch der Bewertung – Band 2: Unternehmen, Zürich 2010, S. 32. 13) Vgl. Ams, O./Wymann, J.-J. (2011): Unternehmensbewertung für Klein- und Mittelunternehmen, in: TREX – Der Treuhandexperte 3/2011, S. 143. 14) Vgl. Kreisschreiben Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz, 2008, S. 5. 15) Helbling, C. (1998): Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 549. 16) Vgl. Mandl, G./Rabel, K. (2005): Grundlagen der Unternehmensbewertung – Methoden der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin 2005, S. 84. 17) Vgl. Loderer, C./Wälchli, U. (2010):

Handbuch der Bewertung – Band 2: Unternehmen, Zürich 2010, S. 33. 18) Vgl. Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodemix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder 2007/9, S. 605. 19) Vgl. Boemle, M./Stolz, C. (2002): Unternehmensfinanzierung, 13. Ausgabe, Zürich 2002, S. 695. 20) Vgl. Ams, O./Wymann, J.-J. (2011): Unternehmensbewertung für Klein- und Mittelunternehmen, in: Trex 3/2011, S. 141–142. 21) Vgl. Volkart, R. (2002): Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 2002, S. 62. 22) Vgl. Spremann, K. (2007): Finance, 3. Auflage, München 2007, S. 154. 23) Vgl. Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodemix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder 2007/9, S. 606 oder Volkart, R. (2008): Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 4. Auflage, Zürich 2008, S. 317. 24) Vgl. Treuhand-Kammer (2008): Unternehmensbewertung – Richtlinien und Grundsätze für die Bewertenden, Zürich 2008, S. 14. 25) Vgl. Hüttche, T. (2012): Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz – Stand der Bewertungslehre und Umsetzung, in: Der Schweizer Treuhänder 2012/4, S. 208. 26) Vgl. Zinsch, B.A. (2008): Bewertung mittelständischer Unternehmen, Hamburg 2008, S. 56. 27) Vgl. Helbling, C. (1998): Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 111. 28) Der Betafaktor stellt eine im Rahmen des sog. «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) errechnete Kennzahl für das mit einer Investitions- oder Finanzierungsmassnahme übernommene systematische Risiko (auch Marktrisiko genannt) dar. Er gibt als Gradmesser an, wie stark eine Aktie im Vergleich zum Markt schwankt. 29) Vgl. Blätter, M./Hugentobler, W./Schaufelbühl, K. (2012): Integrale Betriebswirtschaftslehre, 4. Auflage, Zürich 2012, S. 526. 30) Vgl. Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodemix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder 2007/9, S. 607. 31) Vgl. Böckmann, U./Löhnert, P. (2005): Multiplikatorenverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin 2005, S. 414. 32) Vgl. Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodemix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder 2007/9, S. 607 und Hüttche, T. (2012): Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz – Stand der Bewertungslehre und Umsetzung, in: Der Schweizer Treuhänder 2012/4, S. 212. 33) Vgl. IDW (2008): IDW Standard –

Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Düsseldorf 2008, N 144. 34) Vgl. Treuhand-Kammer (2008): Unternehmensbewertung – Richtlinien und Grundsätze für die Bewertenden, Zürich 2008, S. 14. 35) Vgl. Spremann, K. (2007): Finance, 3. Auflage, München 2007, S. 178. 36) Die vorliegenden Ausführungen zum Umsatzverfahren bei Treuhandunternehmen in der Schweiz basieren auf den Ausführungen der Deutschen Bundessteuerberaterkammer zur Bewertung von Steuerpraxen und wurden den spezifischen Gegebenheiten in der Schweiz angepasst; vgl. Bundessteuerberaterkammer (2010): Hinweise der Bundessteuerberaterkammer für die Ermittlung des Wertes einer Steuerpraxis, Berlin 2010, S. 6–7. 37) Vgl. Wehmeier, W. (2010): Praxisbewertung – Anmerkungen zu den Hinweisen der Bundessteuerberaterkammer vom 30.6.2010, S. 4–5. 38) Vgl. Wehmeier, W. (2010): Praxisbewertung – Anmerkungen zu den Hinweisen der Bundessteuerberaterkammer vom 30.6.2010, S. 6. 39) Vgl. Meyer, C./Hail, L. (2002): Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung, Zürich 2002, S. 102. 40) Vgl. Helbling, C. (1998): Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 357. 41) Vgl. Bundessteuerberaterkammer (2010): Hinweise der Bundessteuerberaterkammer für die Ermittlung des Wertes einer Steuerpraxis, Berlin 2010, S. 10. 42) Vgl. Englert, J. (2005): Bewertung von Steuerberatungskanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, in: Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin 2005, S. 533. 43) Vgl. Bundessteuerberaterkammer (2010): Hinweise der Bundessteuerkammer für die Ermittlung des Wertes einer Steuerpraxis, Berlin 2010, S. 8. 44) Vgl. Meier-Mazzucato, G./Ricklin, D. (2014): Earn-Out mit Bewertungs- und Finanzierungsfunktion als probate Methode bei der Unternehmensnachfolge, in: Trex 5/2014, S. 288. 45) Vgl. Studie der Credit Suisse in Zusammenarbeit mit der Universität St. Gallen (2009): Erfolgreiche Unternehmensnachfolge – Studie mit KMU-Unternehmern zu emotionalen und finanziellen Aspekten, Zürich 2009, S. 21. 46) In Anlehnung an UBS Outlook 2010: Nachfolge im Unternehmen – Eine Herausforderung für Unternehmer, Verwaltungsräte und Familienaktionäre, Zürich 2010, S. 25. 47) Vgl. Cherido, Y./Schneller, T. (2008): Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung – Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich, in: Der Schweizer Treuhänder 2008/6–7, S. 416.