

**Gegenstand des Beitrags ist eine Bestandesaufnahme bei Kapitalgesellschaften, Finanzanalysten, Revisionsgesellschaften und Beratungsunternehmen in der Schweiz hinsichtlich der präferierten Unternehmensbewertungsmethoden. Die kritischen Punkte im Bewertungsprozess liegen bei der Kenntnis der Methoden und ihren Inputfaktoren (Berechnung der Kapitalkosten; Berücksichtigung von latenten Steuern; Unterteilung des Prognosehorizontes; Festlegung der Wachstumsraten).**

PASCAL GANTENBEIN

MARCO GEHRIG

# MODERNE UNTERNEHMENSBEWERTUNG

## Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen

### 1. EINLEITUNG

Unternehmen verfolgen in einem durch Spezialisierung und Dynamik geprägten Marktumfeld unterschiedliche Strategien und damit ein jeweils individuelles Set an Zielgrössen. Prüfstein sämtlicher unternehmerischer Entscheidungen ist dabei die durch diese generierte Wertschöpfung. Nur Projekte, welche mit der Erwartung verbunden sind, dass sie insgesamt Werte schaffen, vermögen längerfristig auch die erforderlichen finanziellen, personellen und zeitlichen Ressourcen zu mobilisieren. Damit ist weder etwas über den Zeithorizont, in der die Wertschöpfung erfolgen sollte, noch etwas über die Natur dieser Werte gesagt. Wichtig aber bleibt die Feststellung, dass eine unternehmerische Massnahme nur dann ergriffen werden soll, wenn sie insgesamt einen positiven Nettoeffekt hat.

Während in einem perfekten Markt die Bewertung durch die Vielzahl der Akteure vorgenommen würde, sieht die unternehmerische Realität anders aus: Für die wenigsten Unternehmen, geschweige denn für einzelne unternehmerische Projekte, gibt es einen Markt. Stattdessen muss die Bewertung anhand von Bewertungsmethoden erfolgen, die gewissermassen den Markt simulieren, wenn es keinen gibt.

Unternehmungen sowie weitere Wirtschaftsakteure bedienen sich deshalb verschiedener Bewertungsmethoden, um die Werthaltigkeit und den Nutzen aus geplanten Investitionen beurteilen zu können. Die Qualität der Wertfindung hängt entscheidend von der gewählten Methode und ihren Parametern ab. Diese sind häufig Gegenstand von Kritik und ihre Herleitung und Begründung deshalb von grosser Bedeu-

tung. Es ist daher wichtig, die Konzeption und die kritischen Elemente jeder Methode zu kennen, um ihre Anwendbarkeit und Nützlichkeit korrekt zu eruieren.

Durch eine umfassende empirische Erhebung im Rahmen einer Masterarbeit an der Universität St. Gallen sind im Jahre 2006 verschiedene Wirtschaftsakteure [1] zu den einzelnen Methoden befragt worden [2]. Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, eine aktuelle Bestandesaufnahme zu ausgewählten, bekannten und häufig angewandten Unternehmensbewertungsmethoden zu präsentieren.

### 2. GESAMTÜBERBLICK ÜBER DIE VERWENDETEN METHODEN

*Abbildung 1* vermittelt einen Überblick über die heute gängigen Unternehmensbewertungsmethoden. Wie in der Praxis Kapitalgesellschaften, Finanzanalysten, Revisionsgesellschaften sowie Beratungsgesellschaften die Relevanz und Nützlichkeit der dargestellten Unternehmensbewertungsmethoden beurteilen, zeigt *Abbildung 2*. Die Zahlenwerte entsprechen den jeweiligen arithmetischen Mittelwerten der genannten Relevanz und Nützlichkeit jeder Methode. Je höher die einzelnen Werte sind, als desto wichtiger bzw. nützlicher werden die entsprechenden Bewertungsmethoden durch die befragten Experten eingeschätzt.

Die nützlichste und relevanteste Methode ist demnach die *Discounted-Cashflow-Methode (DCF)* nach dem *Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz (WACC)* [3]. Auch die anderen DCF-Ansätze *Flow-to-Equity* und *Adjusted-Present-Value* weisen ein ähnliches Resultat auf. Die Bewertungsmethoden *Economic Value Added (EVA)*, die Ertragswertmethoden sowie die Multi-



PASCAL GANTENBEIN,  
PROF. DR. OEC.,  
SCHWEIZERISCHES  
INSTITUT FÜR BANKEN  
UND FINANZEN,  
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,  
ST. GALLEN



MARCO GEHRIG,  
M.A. HSG, INTERNAL AUDIT,  
CREDIT SUISSE GROUP,  
ZÜRICH

plikatorenmethoden werden im allgemeinen ebenfalls als nützlich und relevant empfunden. Auf die übrigen Methoden trifft dies weniger zu, das heisst, diese sind in der Wahrnehmung der Befragten weniger relevant und weniger nützlich.

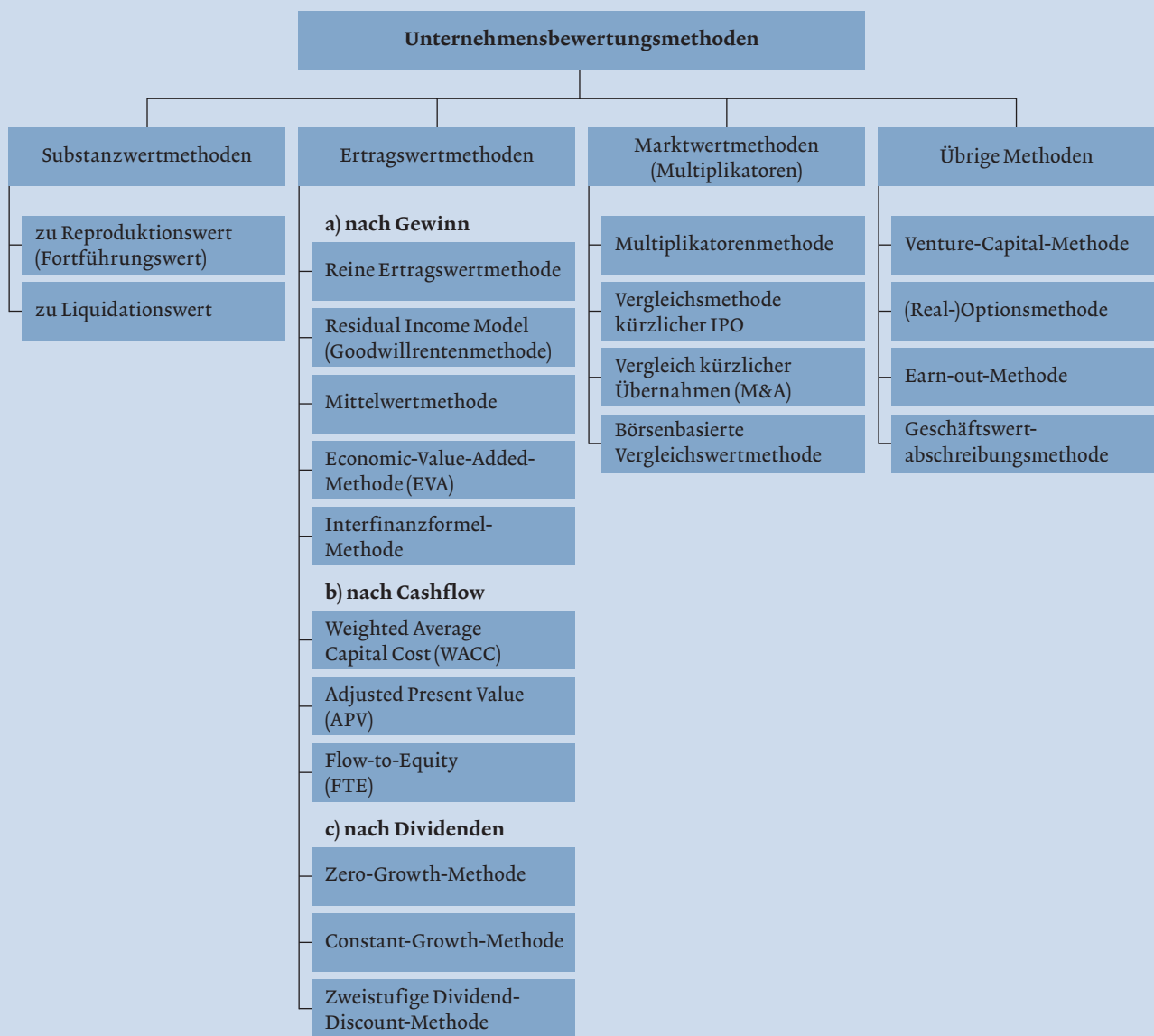
Eine differenzierte Betrachtung der Ergebnisse nach der Betriebsgrösse ergibt, dass Grossbetriebe im Gegensatz zu den Mittelbetrieben der börsenbasierten Vergleichswertmethode eine deutlich höhere Relevanz und eine grössere Nützlichkeit beimessen. Mittel- und Kleinbetriebe bezeichnen die Multiplikatorenmethoden allgemein als deutlich weniger relevant und weniger nützlich. Klein- und Mittelbetriebe verfügen in der Regel auch über eine kleinere Vergleichsbasis, denn sie sind nicht kotiert und mehrheitlich lokal tätig.

Die Differenzierung nach Sektoren zeigt, dass die Akteure der Finanzdienstleistungsbranche je nach Anwendungsbereich mehrere Methoden – konkret EVA, DCF nach WACC, börsenbasierte Vergleichswertmethode und die Vergleichs-

methode kürzlicher Übernahmen – als nützlich und relevant betrachten. Hingegen werden beispielsweise in der Industrie- oder Technologiebranche vor allem EVA und DCF nach WACC angewandt. Von den Finanzanalysten werden vor allem ertragswert- oder marktwertorientierte Methoden bevorzugt, wobei die relevantesten und nützlichsten Methoden wiederum DCF nach WACC und die Vergleichsmethode kürzlicher Übernahmen sind. Die Ergebnisse bei den Beratungs- und Revisionsgesellschaften stützen ebenfalls die zentrale Bedeutung des DCF nach WACC. Sie verwenden bei ihren Mandaten zugleich oft auch die Multiplikatorenmethode und die Vergleichsmethode kürzlicher Übernahmen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die DCF-Methode nach dem WACC-Ansatz Best Practice ist. Die befragten Experten führen folgende Gründe an: Die Methode ist leicht verständlich und weit verbreitet, sie berücksichtigt das Risiko und gestattet daher die Ermittlung eines relativ

Abbildung 1: **ÜBERSICHT DER UNTERNEHMENSBEWERTUNGSMETHODEN**  
 In Anlehnung an Matschke, 2005, Seite 103 und Peemöller, 2005, Seite 51



objektiven Unternehmungswerts. Jedoch gibt die Mehrzahl der befragten Gesellschaften auch an, dass aus Gründen der Plausibilitätsüberprüfung in der Regel eine Vielzahl von Methoden zum Einsatz kommt. Meistens werden die DCF-Methoden und Multiplikatorenmethoden sowie je nach dem auch die EVA-Methode in einem Methoden-Mix verwendet. Nachfolgend werden die einzelnen Methoden detaillierter dargestellt und analysiert.

### 3. DIE SUBSTANZWERTMETHODE

Unter dem Begriff «Substanz» wird grundsätzlich die Summe aller aktivseitigen Bilanzpositionen verstanden. Vermindert man diese Summe um das Fremdkapital, ergibt sich daraus der Nettosubstanzwert. Der Substanzwert kann zu *Fortführungswerten* (Reproduktionswerte, Going Concern Value) oder zu *Liquidationswerten* (Liquidation Value) geführt werden. Der Fortführungswert gibt an, wie hoch die Wiederbeschaffungs-

kosten bei einer Rekonstruktion der Unternehmung wären. Man spricht in diesem Zusammenhang vom Reproduktionswert [4]. Der Liquidationswert stellt dagegen den Wert dar, der sich aus dem möglichen Verkauf der einzelnen Vermögensgegenstände nach Abzug der Schulden und Liquidationskosten errechnet [5]. Bei einer Liquidation muss berücksichtigt werden, dass die immateriellen Aktiva im Regelfall verloren gehen und die materiellen Aktiva wegen ihrer Spezialisierung und des Verkaufsdrucks häufig nur zu schlechten Preisen liquidiert werden können. Wichtig ist bei der Substanzwertmethode, zwischen betrieblichem und nicht betrieblichem Vermögen zu unterscheiden [6].

Für die Mehrheit der befragten Experten sind die Substanzwertmethoden wenig nützlich und geben kaum den wahren Wert einer Unternehmung wieder. Sie betrachten den Substanzwert jedoch als wichtigen Indikator für die Wertuntergrenze beim Bewertungsprozess. Im Zuge der zunehmenden

Abbildung 2: **RELEVANZ-NÜTZLICHKEITS-ANALYSE VON UNTERNEHMENSBEWERTUNGSMETHODEN**  
 Werteskala zwischen eins und fünf für die Messung von Relevanz und Nützlichkeit, wobei fünf jeweils den Höchstwert darstellt

	Kapitalgesellschaften		Finanzanalysten		Revisionsgesellschaften		Beratungsgesellschaften	
	Relevanz	Nützlichkeit	Relevanz	Nützlichkeit	Relevanz	Nützlichkeit	Relevanz	Nützlichkeit
Substanzwert: Rekonstruktionswertmethode	2,6	2,6	3,08	3,33	2,88	2,75	2,6	2,6
Substanzwert: Liquidationswertmethode	2,6	2,7	2,67	3,00	3,13	3,50	3,2	3,1
Reine Ertragswertmethode	3,6	3,5	3,73	4,00	4,00	3,88	3,7	3,5
Goodwillrentenmethode (Residual Income Model, Übergewinnmethode)	3,0	3,0	2,80	2,78	2,43	2,57	3,2	2,8
Interfinanzformel	2,7	2,2	2,60	2,60	1,75	2,00	2,0	1,8
Economic Value Added	4,1	3,9	3,73	4,00	3,17	3,83	3,5	3,6
DCF mit Weighted Average Cost of Capital (allgemein)	4,6	4,5	4,09	4,09	4,57	4,57	4,9	4,9
DCF mit Adjusted Present Value	4,1	3,9	4,00	4,10	2,86	3,43	3,8	3,8
DCF mit Flow-to-Equity	3,7	3,6	4,00	4,10	3,33	4,00	4,1	3,8
Zero-Growth-Dividend-Methode	2,6	2,6	2,64	2,45	1,67	1,80	2,3	3,0
Constant-Growth-Dividend-Methode	2,9	2,8	2,82	2,82	2,17	2,20	2,3	2,3
Zweistufige Dividend-Discount-Methode	2,9	2,8	3,00	2,83	2,00	2,60	2,6	2,5
Börsennotierte Vergleichsmethode	3,9	2,8	4,18	2,83	4,00	2,60	3,9	2,5
Vergleichsmethode kürzlicher IPO	3,4	3,5	3,83	4,08	3,13	3,50	3,9	3,7
Vergleich kürzlicher Übernahmen (M&A)	3,9	3,9	4,09	4,45	4,00	3,88	4,3	4,0
Multiplikatormethode (allgemein)	3,8	3,7	3,83	3,75	3,86	3,57	4,2	4,4
Mittelwertverfahren	2,9	2,9	3,20	3,00	2,88	2,71	3,1	2,8
Realoptionsmethoden	2,7	2,6	2,00	2,00	1,83	3,00	2,9	2,5
Geschäftswertabschreibung	2,2	2,1	2,33	2,50	2,17	2,33	2,8	2,6
Earn-out-Methode	3,1	3,0	2,29	2,29	2,83	3,33	3,2	2,9
Venture-Capital-Methode	2,8	2,8	2,33	2,33	2,20	2,20	3,2	2,8
Andere Bewertungsmethoden	2,1	1,9	3,00	3,00	1,50	2,00	2,7	2,7

Bedeutung ertragsorientierter Verfahren hat der Substanzwert in den letzten Jahren insbesondere wegen der fehlenden Zukunftsorientierung an Relevanz verloren. Die Substanzwertmethode hat aber auch Vorteile: Der Substanzwert gibt bei Bewertungsfragen wichtige Hinweise über historische Kosten und über bilanzierte Vermögenspositionen [7]. Ausserdem kann die Bewertung mit einer hohen Sicherheit durchgeführt werden, da die Substanz materiell vorhanden ist [8]. Die Substanzwertmethode impliziert das Prinzip der Vorsicht und führt im Ergebnis meist auf tiefere Werte als andere Methoden [9].

#### 4. ERTRAGSWERTMETHODEN

Ertragswertmethoden basieren auf der Diskontierung zukünftiger Zahlungen. Diese Zahlungen können entweder Gewinne, Cashflows oder Dividenden sein. Daher sollen die drei Fälle nachfolgend unterschieden werden.

##### 4.1 Gewinnbasierte Ertragswertmethoden

**4.1.1 Reine Ertragswertmethode.** Bei der reinen Ertragswertmethode werden erwartete zukünftige Jahresgewinne diskontiert. Häufig wird aufgrund der Unsicherheit zukünftiger Gewinne ein adjustierter Durchschnitt der Jahresgewinne vergangener Perioden herangezogen oder der Diskontierungsprozess in verschiedene Phasen unterteilt. Dies ist etwa bei der sogenannten «Wirtschaftsprüfungsmethode» der Fall [10]. Zusätzlich wird je nachdem zuweilen zum Barwert der Erträge noch der Liquidationserlös des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzugefügt [11]. Auf jeden Fall wichtig ist aber die Frage, ob der *Gesamtunternehmenswert* (Enterprise Value) berechnet wird oder nur der Wert des *Eigenkapitals* (Equity Value). Im ersten Fall braucht es eine Gewinngrösse, welche auch die Fremdkapitalzinsen beinhaltet, so z. B. den *EBIT* (*Earnings before Interest and Taxes*). Im zweiten Fall kann man auf den Reingewinn abstellen. Die Diskontrate muss dann ebenfalls angepasst werden.

In der Praxis wird als Gewinngrösse bei den Kapitalgesellschaften mehrheitlich der Jahresgewinn verwendet, während die Beratungs- und Revisionsgesellschaften beim EBIT ansetzen [12]. Der EBIT hat den Vorteil, dass er weitgehend unabhängig von der Finanzierungsstruktur des Unternehmens und von steuerlichen Faktoren ist. *Helbling* merkt dagegen an, dass die Jahresgewinne in der Regel *nach Steuern* verwendet werden sollten [13]. Ausserdem unterliegen sowohl EBIT als auch der Gewinn (im Gegensatz etwa zum Cashflow) gewissen Bewertungs- und Ermessensspielräumen in der Erfolgsrechnung, wodurch Verzerrungen bei der Bewertung auftreten können [14]. Ein weiteres Problem ergibt sich aus der Doppelzählung von Gewinnen über die Jahre hinweg, da Gewinne für Selbstfinanzierungszwecke genutzt werden können [15]. Bei der Betrachtung des Periodenerfolgs ist daher immer zu berücksichtigen, dass allfällige Gewinnrücklagen eliminiert werden, um eine Doppelzählung zu vermeiden [16].

Die befragten Akteure stützen sich mehrheitlich auf längere *Beobachtungsperioden*: Im Regelfall werden die vergangenen drei bis fünf Jahre herangezogen. Bei den *Kapitalkosten* fügt rund die Hälfte der befragten Gesellschaften Risikozuschläge

an. Vor allem die Branchen- und Wirtschaftsrisiken sind relevant, ebenso die Risiken der Umsatzentwicklung. Die genannten Risikoaspekte haben einen unmittelbaren Einfluss auf die Entwicklung der Gewinngrösse und können den Gesamtwert der Unternehmung wesentlich verändern.

Obwohl diese Methode intuitiv verständlich und einfach anwendbar ist, hat sie über die Jahre hinweg an Bedeutung verloren.

**4.1.2 Übergewinnverfahren (Residual Income Valuation, Goodwillrentenmethode).** Zwei Elemente sind für Übergewinnverfahren konstitutiv, nämlich der Substanzwert und der Übergewinn. Der Unternehmenswert errechnet sich aus der Summe von Substanzwert und dem diskontierten Übergewinn der einzelnen Jahre. Der Übergewinn ergibt sich aus der Subtraktion der erforderlichen Verzinsung des Substanzwertes vom Jahresgewinn. Die Übergewinne werden in der Regel für fünf bis acht Jahre berechnet und diskontiert [17].

Diese Methode weist allerdings bei allen befragten Gesellschaften nur eine mittlere Relevanz und Nützlichkeit auf. Die Kapitalkosten sind eine zentrale Grösse bei dieser Methode und werden mehrheitlich nach dem Prinzip der gewichteten Kapitalkosten berechnet. Besonderes Merkmal dieser Methode ist die Verbindung von Markt- und Buchwerten [18].

**4.1.3 Mittelwertmethode.** Die in der Schweiz bekannte Mittelwertmethode (Praktikermethode) errechnet den Unternehmenswert aus einem gewichteten Mittel von Substanzwert und Ertragswert [19]. Allgemein gilt, dass der Ertragswert über dem Substanzwert liegen muss, ansonsten kommt der niedrigere Ertragswert zum Tragen. Dieses Verfahren ist in der Theorie stark umstritten, wird jedoch in der Praxis oft noch angewandt, insbesondere bei Immobilienbewertungen [20]. Obschon die Diversifikation der Methoden grundsätzlich positiv angesehen wird, ist unklar wie der Substanz- und der Ertragswert präzise zu gewichten sind [21]. Problematisch ist ferner die Vernachlässigung immaterieller Vermögenswerte. Das beschriebene Verfahren kommt vor allem bei Kleinunternehmen in der Schweiz aufgrund seiner einfachen Umsetzbarkeit und der hohen Akzeptanz zur Anwendung [22].

**4.1.4 EVA.** Die Nützlichkeit und Relevanz der EVA-Methode wird als hoch bezeichnet. Das EVA-Konzept geht auf *Stern Stewart & Co.* zurück. Nach dieser Methode erzielt ein Unternehmen einen Übergewinn, wenn die Gewinngrösse *NOPAT* (*Net Operating Profits after Taxes*) die marktübliche Verzinsung von Eigen- und Fremdkapital übersteigt [23]. Die zentrale Grösse ist somit der *NOPAT*, der sich wie folgt berechnet: Der Betriebsgewinn wird nach genauer Analyse der Erfolgsrechnung (insbesondere von Abschreibungen und Leasingverpflichtungen) um *Equity Equivalents* adjustiert [24]. Bei den *Equity Equivalents* handelt es sich um Aufwendungen mit Investitionscharakter. Zusätzlich werden nicht-betriebliche Bilanzpositionen eliminiert und nicht aktivierte Tätigkeiten berücksichtigt.

Die Mehrheit der befragten Gesellschaften gibt an, dass die Berechnung der Kerngrösse *NOPAT* ein kritisches Element



darstellt, da die Konversionen nur mit grossem Aufwand durchzuführen sind [25]. Die korrekte Bestimmung des NOPAT benötigt nach Stern Stewart & Co. bis zu 164 Anpassungen. Diese sind erforderlich, um die Verzerrungen der Rechnungslegung zu eliminieren und den rein ökonomischen Wert eines Unternehmens zu errechnen. In der Praxis werden in der Regel fünf bis zehn Anpassungen vorgenommen [26]. *Hostettler* bemerkt jedoch, dass die Adjustierungen meist missverständlich interpretiert und oft in zu grossem Umfang vorgenommen werden. Zudem sollte EVA nicht isoliert als Bewertungsmethode betrachtet, sondern als Instrument der finanziellen Führung etabliert werden [27].

**4.1.5 Interfinanzformel.** Um der höheren Relevanz der jüngeren Vergangenheit Rechnung zu tragen, werden zuweilen die Gewinne der letzten Jahre unterschiedlich gewichtet. Beispielsweise ist das letzte Jahr mit dem Faktor 5, das vorletzte Jahr mit dem Faktor 4 und so weiter zu berechnen. Die Summe der gewichteten Jahresgewinne wird durch die Faktorensomme dividiert und der errechnete Durchschnitt als ewige Rente kapitalisiert. So sollen konjunkturelle Schwankungen reduziert oder gar vermieden werden [28]. Diese Methode ist in der Praxis jedoch eher unbekannt.

## 4.2 Cashflow-basierte Bewertungsmethoden

**4.2.1 DCF-Methode nach WACC.** Dieser Ansatz gilt als Best Practice. Der Unternehmenswert ergibt sich aus der Summe der Barwerte zukünftiger Free Cashflows. Die Diskontierung erfolgt mit dem gewichteten Kapitalkostensatz ( $r_{WACC}$ ), wobei die Kapitalkosten von *Eigenkapital* (EK) und *Fremdkapital* (FK) zu den jeweiligen relativen Marktwerten gewichtet werden [29]. Da diese Gewichte für den Bewertungsvorgang bereits bekannt sein müssen, eignet sich dieses Vorgehen vor allem für Bewertungen, bei denen die längerfristig angestrebte *Zielverschuldung* gegeben ist.

In der Bewertungspraxis erfolgt die Berechnung häufig mit einem Kapitalkostensatz, bei dem die Fremdkapitalzinsen um den Gewinnsteuersatz korrigiert werden:

$$r_{WACC} = \frac{EK}{EK + FK} \cdot r_{EK} + \frac{FK}{EK + FK} \cdot r_{FK} \cdot (1 - s)$$

Dabei steht  $r_{EK}$  für die Eigenkapitalkosten,  $r_{FK}$  für die Fremdkapitalkosten und  $s$  für den Steuersatz. Die Formel in dieser Form ist jedoch nur korrekt, wenn sie zur Diskontierung der Cashflows der *unverschuldeten* Unternehmung verwendet wird! Das bedeutet, dass der Cashflow so zu berechnen ist, als ob keine Fremdkapitalzinsen gezahlt würden. Dies führt natürlich gegenüber der Realität zu leicht höheren Steuern, die jedoch mit dem Steuerkorrekturterm  $(1 - s)$  in der Kalkulation wieder kompensiert werden [30].

Grundsätzlich sind gewichtete Kapitalkosten in der Höhe von etwa 7 bis 9% als realistisch zu betrachten [31]. Die Kapitalkosten ergeben sich aus den marktüblichen Renditeerwartungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern für äquivalente Risiken. Während die Fremdkapitalkosten von der Bonität abhängen, werden die Eigenkapitalkosten heute häufig mit dem *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ermittelt. Das Problem dabei: Meistens sind die zu bewertenden Unternehmen nicht börsenkotiert. Daher braucht es ein Sample von Vergleichs-

unternehmen, welche ähnliche Eigenschaften wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen, aber börsenkotiert sind. Die Betas werden in der Praxis in der Regel über zwei Jahre basierend auf Wochenrenditen ermittelt [32]. Problematisch ist die starke Abhängigkeit der Ergebnisse von den Modellannahmen. Trotz der weiten Verbreitung des CAPM zeigen neuere Ergebnisse der Finanzmarktforschung, dass für die korrekte Ermittlung von Kapitalkosten noch weitere Risikoprämien, insbesondere für konjunkturelle Risiken, berücksichtigt werden müssen. Dennoch ist diese Methode aus praktischer Sicht als Best Practice zu bezeichnen. Die Methode ist vorteilhaft, wenn bekannt ist, welche Verschuldungsquote angestrebt werden soll.

**4.2.2 Adjusted Present Value (APV).** Die DCF-Methode nach dem APV berechnet zunächst den Wert, den die Unternehmung hätte, wenn sie unverschuldet wäre: Die Free Cashflows der unverschuldeten Unternehmung werden mit dem Kapitalkostensatz des unverschuldeten Unternehmens diskontiert. In einem zweiten Schritt müssen dann all die Wertelemente hinzugezählt werden, die auf die Verschuldung zurück zu führen sind. Im wesentlichen besteht diese zweite Wertkomponente aus dem Barwert der periodischen Steuervorteile, auch «Tax Shield» genannt. Die Methode ist geeignet, wenn der angestrebte (oder mögliche) *Betrag des Fremdkapitals* bekannt ist. Diese Methode ist daher besonders nützlich bei *Leveraged Buyouts* [33], bei der Bewertung von Firmen in Not-situationen oder bei hohen Beständen von Verlustvorträgen, da diese ebenfalls einen steuerlichen Effekt aufweisen [34].

**4.2.3 Flow-to-Equity (FTE).** Bei dieser Methode wird direkt der Wert des Eigenkapitals ermittelt. Die Cashflow-Zahlungen an die Eigentümer und der Fortführungswert werden mit einem an die Kapitalstruktur angepassten Eigenkapitalkostensatz diskontiert [35]. Der Eigentümer-Cashflow berechnet sich aus dem operativen Cashflow, vermindert um die allfälligen Zinszahlungen und Veränderungen des Fremdkapitals [36]. Die Methode ist geeignet, wenn die Eigenkapitalkosten am Markt beobachtbar sind. Müssen sie jedoch zuerst über ein Unlevering und Relevering ermittelt werden, wird ein rekursives Verfahren nötig. In der praktischen Anwendung ist es ausserdem aufgrund zahlreicher Annahmen zuweilen sehr schwierig, den Cashflow an die Eigentümer exakt abzugrenzen.

**4.3 Dividenden-basierte Bewertungsmethoden.** Dividenden-basierte Methoden [37] gehen von der Annahme aus, dass der Wert einer Aktie und somit der Wert des Eigenkapitals einer Unternehmung dem Barwert aller zukünftigen Dividenden entspricht [38]. Wie beim FTE wird also zunächst nur der Wert des Eigenkapitals berechnet. Diese Methoden gehen historisch auf die Beiträge von *Myron Gordon* in den frühen 1960er Jahren zurück und waren für die Unternehmensbewertung wegleitend. Nach dem Constant-Growth-Modell von Gordon wachsen die Dividenden von Periode zu Periode mit einer konstanten Wachstumsrate  $g$  an. Da Gordon von einer unendlichen Dividendenreihe ausging, handelt es sich bei der Wachstumsrate  $g$  nicht etwa um das gegenwärtige, sondern um das nachhaltige Dividendenwachstum.

Die befragten Unternehmen ermitteln die Eigenkapitalkosten mit Hilfe des CAPM. Für die Dividenden-Wachstumsrate  $g$  wird in der Regel das arithmetische Mittel der Zuwachsraten der letzten drei bis fünf Jahre verwendet. Einige der befragten Gesellschaften stützen sich sogar auf eine Zeitperiode von fünf oder mehr Jahren. Konzeptionell problematisch ist die Berücksichtigung der zukünftigen Ausgaben- und Investitionspolitik, welche die Dividendenzahlungen nachhaltig beeinflussen. Solche Effekte sind bei Cash-Flow-orientierten Verfahren einfacher zu berücksichtigen [39]. Ausserdem gibt es unterschiedliche Arten von Dividendenzahlungen sowie verschiedene Auszahlungszeitpunkte. Insgesamt weisen diese Methoden aufgrund der eingeschränkten Bedeutung von Dividenden nur mittlere Werte bei Relevanz und Nützlichkeit auf.

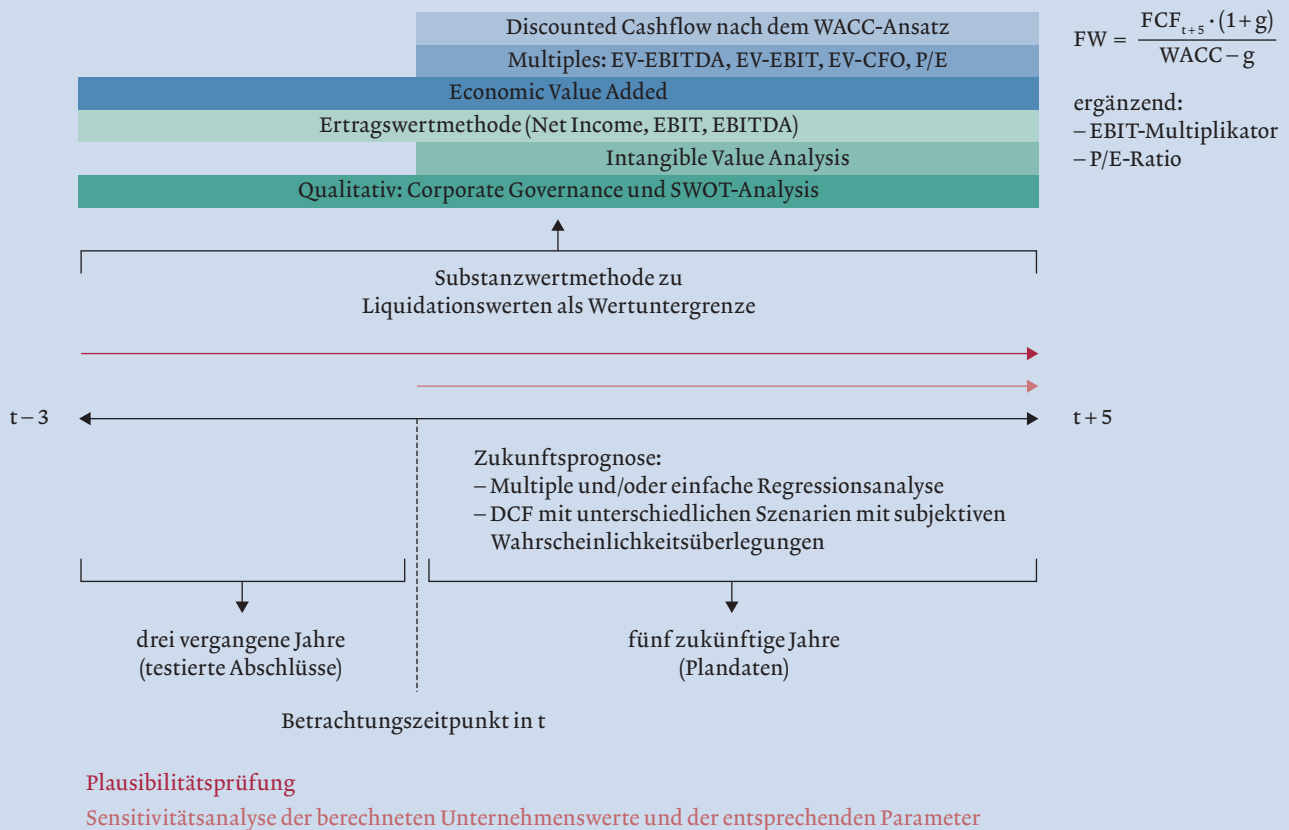
**5. MARKTWERTMETHODEN**

Marktwertmethoden basieren auf der Idee, dass zwischen dem Unternehmenswert und bestimmten unternehmensspezifischen Referenzgrössen (z. B. Gewinn, Dividende, Cashflow, Umsatz, Anzahl Kunden usw.) eine Relation besteht. Bei börsenkotierten Unternehmen lässt sich diese Relation auch gut beobachten, da eine Bewertung durch den Markt erfolgt. Unterstellt man nun, dass diese Relation auch bei nicht börsenkotierten Unternehmen in einer ähnlichen Dimension existiert, kann basierend auf der unternehmensspezifischen Referenzgrösse relativ einfach ein approximativer Unternehmenswert ermittelt werden. Die unternehmensspezifische

Referenzgrösse wird dabei mit der im Markt allgemein geltenden Relation multipliziert. Daher spricht man auch von Multiplikatoren-Ansätzen.

Wichtig ist dabei, dass sowohl die vom Markt abgeleitete Relation als auch die für die konkret zu bewertende Unternehmung herangezogene Referenzgrösse repräsentativ sind. Für letztere nimmt man daher meist einen bereinigten Durchschnitt – bei finanziellen Grössen in der Regel vor Steuern – der letzten drei bis fünf Jahre, wobei die Werte der späteren Jahre stärker gewichtet sein können als die weiter zurückliegenden. Der anzuwendende Multiplikator seinerseits leitet sich aus den Multiplikatoren der Vergleichsgruppe (Peer Group) von Unternehmen mit ähnlichen Eigenschaften wie die des zu bewertenden Unternehmens ab. Die Analyse der Unterschiede in den Multiplikatorwerten lassen Rückschlüsse auf unternehmensspezifische Zu- oder Abschläge zu [40]. Als Referenzgrössen dienen in der Bewertungspraxis mehrheitlich der bereinigte Cashflow oder der bereinigte Gewinn. Das bedeutet, dass diese Grössen um aussergewöhnliche Ereignisse korrigiert werden. Dieser Schritt ist notwendig, damit die erwähnten Grössen dem Kriterium der Vergleichbarkeit und der Repräsentativität stand halten können. Wichtig ist die Einhaltung des *Matching-Prinzips*: Die Referenzgrösse muss sich auf den Bewertungsgegenstand beziehen. Konkret: Für eine Bewertung des Gesamtunternehmenswerts (Enterprise Value) müssen Zahlungsgrössen wie z. B. *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)* oder EBIT genommen werden, weil diese sowohl

Abbildung 3: **METHODEN-MIX FÜR DIE UNTERNEHMENSBEWERTUNG**



**FORMELÜBERSICHT**

**Substanzwert**

$$EV = A + R - B$$

- EV = Enterprise Value (Substanzwert, Nettosubstanzwert)
- A = Summe der einzelnen Aktiven (Assets)
- R = Stille Reserven (Hidden Reserves)
- B = Fremdkapital (Borrowings)

**Reiner Ertragswert (basierend auf unendlicher Reihe)**

$$EV = \frac{G}{r_{WACC}} = \frac{EBIT \cdot (1-s)}{r_{WACC}}$$

- EV = Enterprise Value (künftiger erwarteter Unternehmungsertragswert)
- G = Gewinn in der nächsten Periode (in der Regel der EBIT minus Steuern auf EBIT!), wobei der Gewinn für alle zukünftigen Perioden als konstant angenommen wird.
- r<sub>WACC</sub> = Kapitalkostensatz (Hier muss der gewichtete Kapitalkostensatz mit Steuerkorrekturterm genommen werden.)
- s = Steuersatz (Achtung: Hier werden die Steuern direkt auf den EBIT kalkuliert. Dieser «Fehler» wird mit dem Steuerkorrekturterm im WACC wieder kompensiert.)

**Goodwillrentenmethode (Residual Income Modell)**

$$EV = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{[G - (B_{t-1} \cdot r_{EK})]}{(1+r_{EK})^t} + FK_0$$

- EV = Enterprise Value (Gesamtunternehmenswert)
- B<sub>0</sub> = Buchwert des Eigenkapitals
- G = Gewinn einer Periode
- B<sub>t-1</sub> = Buchwert des Eigenkapitals zu Jahresbeginn
- r<sub>EK</sub> = Eigenkapitalkosten
- T = Anzahl Jahre
- t = Laufindex der Jahre
- FK<sub>0</sub> = Fremdkapital zum Zeitpunkt 0

**Mittelwertmethode**

$$EV = \frac{(nSW \cdot 1) + (EW \cdot 2)}{3} + FK$$

- EV = Enterprise Value
- nSW = Netto-Substanzwert (Aktiven minus Fremdkapital)
- EW = Ertragswert des Eigenkapitals
- FK = Fremdkapital

**Economic Value Added (EVA)**

$$EVA = C \cdot (ROIC - r_{WACC})$$

- EVA = Economic Value Added
- C = Investiertes Kapital
- ROIC = Zusätzliche Rendite aus neu eingesetztem Kapital
- r<sub>WACC</sub> = Gewichtete Kapitalkosten

$$EVA = NOPAT - (C \cdot r_{WACC})$$

- EVA = Economic Value Added
- NOPAT = Net Operating Profits After Taxes
- r<sub>WACC</sub> = Gewichtete Kapitalkosten
- C = Investiertes Betriebskapital

**Discounted-Cashflow-Methode nach dem Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz**

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{CV_T}{(1+r_{WACC})^T}$$

- EV = Enterprise Value
- FCF = Free Cashflow (inklusive Fremdkapitalzinsen!)
- r<sub>WACC</sub> = Gewichtete Kapitalkosten
- CV = Fortführungswert (Continuing Value)
- T = Anzahl Jahre
- t = Laufindex Jahre

$$r_{WACC} = r_{FK} \cdot (1-s) \cdot \frac{FK}{C} + r_{EK} \cdot \frac{EK}{C}$$

- r<sub>WACC</sub> = Gewichtete Kapitalkosten
- r<sub>FK</sub> = Fremdkapitalkosten
- FK = Fremdkapital zu Marktpreisen
- s = Ertragssteuersatz auf Unternehmensebene (Grenzsteuer)
- C = Gesamtkapital (C) = EK+FK
- r<sub>EK</sub> = Eigenkapitalkosten
- EK = Eigenkapital zu Marktwerten (Equity)

**Discounted-Cashflow-Methode nach dem Adjusted-Present-Value-Ansatz**

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{UFCF_t}{(1+r_u)^t} + \frac{s \cdot r_{FK} \cdot FK_{t-1}}{(1+r_{FK})^t}$$

oder als vereinfachte Formel:

$$EV = \frac{EBIT \cdot (1-s)}{r_u} + s \cdot FK$$

- EV = Enterprise Value
- UFCF = Free Cashflow, den die Unternehmung hätte, wenn sie unverschuldet wäre
- r<sub>u</sub> = Eigenkapitalkostensatz des unverschuldeten Unternehmens (All-equity firm, Unlevered Cost of Capital)
- s = Ertragssteuern auf Unternehmensebene
- r<sub>FK</sub> = Fremdkapitalkosten
- FK = Fremdkapital
- T = Anzahl Jahre
- t = Laufindex Jahre

**Discounted-Cashflow-Methode nach dem Flow-to-Equity-Ansatz**

$$EK = \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t}{(1+r_{EK})^t} + \frac{CV_{E-T}}{(1+r_{EK})^T}$$

oder vereinfacht:

$$EK = \frac{(EBIT - I) \cdot (1-s)}{r_{EK}}$$

- EK = Eigenkapital (Equity)
- FTE = Cashflow an Eigentümer (Flow-to-Equity)
- r<sub>EK</sub> = Eigenkapitalkostensatz, angepasst an die Kapitalstruktur (Levered Cost of Capital)
- CV<sub>E</sub> = Fortführungswert (Continuing Value) des Eigenkapitalteils (d. h. CVE=CV-FK)
- I = Fremdkapitalzinsen = r<sub>FK</sub> · FK
- T = Anzahl Jahre
- t = Laufindex Jahre

$$r_{EK} = r_u + \frac{FK}{EK} \cdot (1-s) \cdot (r_u - r_{FK})$$

- $r_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz, angepasst an die Kapitalstruktur (Levered Cost of Capital)
- $r_u$  = Eigenkapitalkostensatz des unverschuldeten Unternehmens (All-equity Firm, Unlevered Cost of Capital)
- FK = Fremdkapital zu Marktpreisen (Bonds)
- EK = Eigenkapital zu Marktwerten (Equity)
- s = Ertragssteuersatz auf Unternehmungsebene (Grenzsteuer)
- $r_{FK}$  = Fremdkapitalkosten

**Dividendenmethoden**

Zero-Growth-Methode

$$EK = \frac{D}{r_{EK}}$$

- E = Equity Value
- D = Dividende im nächsten Jahr
- $r_{EK}$  = Eigenkapitalkosten

Constant-Growth-Methode

$$EK = \frac{D}{r_{EK} - g}$$

- E = Equity Value
- D = Dividende im nächsten Jahr
- $r_{EK}$  = Eigenkapitalkosten
- g = Wachstumsrate der Dividenden

Zweistufige Dividend-Discount-Methode

$$EK = \frac{D}{r_{EK} - g_1} \cdot (1 + g_1) \cdot \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + r_{EK}} \right)^n \right] + \frac{1}{(1 + r_{EK})^n} \cdot \frac{D_{n+1}}{r - g_2}$$

- E = Equity Value
- D = Dividende im nächsten Jahr
- $r_{EK}$  = Eigenkapitalkosten
- $g_1$  = Wachstumsrate der ersten Phase
- $g_2$  = Wachstumsrate der zweiten Phase
- n = Laufzeit

**Multiplikatorenmethoden**

$$EV = \frac{BV_{Peergroup}}{RV_{Peergroup}} \times RV_{Enterprise}$$

- EV = Enterprise Value
- $BV_{Peergroup}$  = Basis Value
- $RV_{Peergroup}$  = Referenzwert (Reference Value) der Vergleichsgruppe
- $RV_{Enterprise}$  = Referenzwert (Reference Value) des Zielunternehmens

Zahlungen zugunsten der Eigen- als auch der Fremdkapitalgeber beinhalten. Für eine Bewertung des Eigenkapitals (Equity Value) dagegen sollte man auf Zahlungen abstellen, welche lediglich den Eigenkapitalgebern zufließen, wie etwa der Reingewinn oder die Dividenden. EBITDA-Multiples verwendet man somit für die Berechnung des Enterprise Values, während Gewinn- oder Dividenden-Multiples zur Bewertung des Eigenkapitals dienen.

Bei den befragten Kapital- und Revisionsgesellschaften steht die Bewertung des *Enterprise Values (EV)* im Vordergrund. Als besonders nützlich und relevant gelten die Multiplikatoren EV/EBITDA, EV/EBITA und EV/CFO (*CFO = Cashflow from Operations*). Die höchste Relevanz weist der Multiplikator EV/EBITDA auf, da sowohl Aspekte des Risikomanagements, der

Bewertung als auch der Finanzplanung in diese Kennzahl einfließen. Zudem wird diese Grösse zunehmend von Banken für die Bonitätsprüfung verwendet [41]. Für die Finanzanalysten und die Beratungsgesellschaften ist indessen der Equity Value wichtig. Daher weisen für diese Akteure die Multiplikatoren *Price/Earnings (P/E-Ratio, Kurs-Gewinn-Verhältnis)* beziehungsweise die Referenzgrösse *Earnings per Share (EPS)* eine hohe Relevanz und Nützlichkeit auf.

Insbesondere die Globalisierung und die zunehmende Konvergenz von Rechnungslegungsnormen haben zur wachsenden Bedeutung von Multiplikatoren beigetragen [42]. Aufgrund ihrer konzeptionellen Einfachheit dienen Multiples in vielen Praxisfällen als Plausibilitätschecks. Problematisch ist die Anwendung in Phasen sehr hoher oder sehr tiefer



Börsenbewertungen. Zudem ist die Existenz zuverlässiger Accounting- und Bewertungsinformationen eine der wichtigsten Voraussetzungen. Die Defizite liegen in der fehlenden realen Zukunftsbezogenheit, in der Ignorierung von Synergien und in der Gefahr bilanzpolitischer Manipulationen [43]. Denn wenn die Umsätze und Gewinne bilanzpolitisch nach oben korrigiert werden, ist die Aussagekraft von Multiples für die Unternehmensbewertung kaum mehr gegeben. Ferner sind die Werte der Peer Group meist heterogen, weshalb die anzuwendenden Multiplikatoren stets im Branchenkontext zu beurteilen sind [44].

## 6. ÜBRIGE METHODEN

Die übrigen Methoden in Abbildung 1 und Abbildung 2 sind in bezug auf ihre Relevanz und Nützlichkeit nur von geringer Bedeutung. In der Beratungspraxis kommt vor allem die (Real-)Optionsmethode vereinzelt zur Anwendung. Die Idee besteht darin, auch Flexibilität gegenüber dem starren Businessplan zu bewerten. In den späten 1990er Jahren sind verschiedene Beiträge entstanden, welche den Realoptionsansatz für die Unternehmensbewertung vorgeschlagen haben. Aus heutiger Sicht lässt sich sagen, dass sich dieser Ansatz nur für spezifische Projektevaluationen (etwa in der Exploration von Ölvorkommen oder in der Pharmabranche), nicht jedoch für die Unternehmensbewertung durchgesetzt hat. Als problematisch erweisen sich die vielen unbekannt Grössen und die Komplexität der Methode [45].

## 7. WICHTIGE ASPEKTE BEI DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Neben der Methodenwahl und der Begründung der Parameterwerte stellen sich im Bewertungsprozess einige zusätzliche spezielle Fragen.

Zunächst sollte eine hohe *Inflationsrate* sowie damit verbundene *Währungsentwicklungen* in der Unternehmensbewertung korrekt berücksichtigt werden. Dies kann insbesondere bei Investitionsprojekten in Entwicklungsländern bedeutsam sein. Die operativ erzielten nominalen Überschüsse (Gewinne, Dividenden oder Cashflows) sind mit einem Kapitalkostensatz zu diskontieren, der ebenfalls die Inflationsrate beinhalten muss. Dasselbe gilt für die Wachstumsrate. Die Berücksichtigung der Inflation findet jedoch nur bei einer Minderheit der befragten Gesellschaften statt, was an der geringen Bedeutung der Inflation in den konkreten Projekten liegt.

Ausserdem gibt es *steuerliche* Abgrenzungsfragen. Da betriebswirtschaftliche und steuerliche Bewertungsansätze bei der Vermögens- und Kapitalrechnung divergieren, werden jeweils unterschiedliche Bilanzwerte und Gewinne ausgewiesen. Aufgrund dieser betragslichen Unterschiede sind latente Steueraktiven und -passiven zu bilden, sofern diese von temporärem Charakter sind [46]. Wenn bei einem Aktivum der steuerliche Wert kleiner als der betriebswirtschaftliche Wert ist, entsteht aus dieser Differenz eine latente Passivsteuer. Eine latente Aktivsteuer entsteht bei einem gegenteiligen Sachverhalt. Hingegen ist auf der Passivseite eine latente Passivsteuer auszuweisen, wenn der steuerliche Wert grösser ist als der betriebswirtschaftliche. Wiederum entsteht eine latente Aktivsteuer bei einem Passivum bei umgekehrter Betrachtungs-

weise [47]. Die errechneten latenten Steuerpositionen können diskontiert werden, wobei ein angepasster, tiefer Diskontierungssatz zur Anwendung kommen sollte [48]. Die Ergebnisse der Befragung zeigen, dass vier von fünf Kapitalgesellschaften latente Steuern in der Bewertung berücksichtigen.

Einen erheblichen Einfluss auf die Bewertung hat drittens der *Bewertungshorizont*. Aufgrund der mit der Prognose verbundenen Unsicherheiten wird in der Lehre die Zerlegung der Bewertung in zwei Perioden vorgeschlagen. Die erste Periode ist der Prognosehorizont und erstreckt sich meistens über die ersten drei bis fünf Jahre. In diesen ersten Jahren können die Zahlungen von Jahr zu Jahr unterschiedlich sein, teilweise auch negativ. Für die Zahlungen in der zweiten Periode wird dagegen eine stabilere Entwicklung unterstellt. Der Barwert aller diskontierten Zahlungen in dieser zweiten Periode wird als Residualwert, als Terminal Value oder Continuing Value bezeichnet. In der Praxis der befragten Unternehmen geht man sogar mehrheitlich von einer Planungsperiode von fünf bis zehn Jahren mit unterschiedlichen Einzelphasen aus. Es herrscht zudem ein weiter Konsens, dass zur Prognose unsicherer Zukunftswerte im Prinzip von adjustierten Vergangenheitswerten auszugehen ist [49].

Hinsichtlich des *Residualwerts* ist zu beachten, dass dieser oft rund zwei Drittel oder gar mehr des gesamten Unternehmenswerts ausmacht. Sein Gewicht ist um so grösser, je kürzer der Prognosehorizont ist. Daher kommt der Berechnung des Residualwerts eine grosse Bedeutung zu. In der Praxis erfolgt die Restwertschätzung gemäss den Umfrageergebnissen hauptsächlich mit der Diskontierung des Free Cashflows der letzten Periode mit oder ohne Berücksichtigung des Wachstums. Die Beratungsgesellschaften verwenden zusätzlich oftmals einen EBIT-Multiplikator.

Ein weiteres kritisches Element bei den dargestellten Methoden ist das *Wachstum*  $g$  der Basisgrösse. Es manifestiert sich als Zunahme von Umsatz, Buchwerten, Gewinnen, Dividenden oder anderen Grössen im Verlaufe der Zeit. In einer unendlichen Reihe wird im Zähler die letzte Zahlung um den Faktor  $(1+g)$  erweitert, während im Nenner die Kapitalkosten um  $g$  verringert werden. Wichtig sind dabei zwei Punkte: Erstens ist zu beachten, dass sich  $g$  immer auf die Basisgrösse im Zähler bezieht und je nachdem entsprechend angepasst werden muss. Beispiel: Steht im Zähler eine Dividendengrösse, ist das  $g$  grösser, als wenn eine Gewinngrösse diskontiert wird. Grund: Die Bewertung unterstellt, dass die Grösse im Nenner voll ausbezahlt wird. Nun wachsen Dividenden im Regelfall stärker als (theoretisch voll ausbezahlte) Gewinne, weil im Durchschnitt nur ein Teil der Gewinne als Dividende ausgeschüttet und der Rest reinvestiert wird. Zweitens muss ein  $g$  genommen werden, welches auch nachhaltig über die zukünftigen Perioden erzielbar ist. Auch wenn eine Unternehmung gegenwärtig stark wächst, ist realistischerweise davon auszugehen, dass sich längerfristig das Unternehmenswachstum dem Wirtschaftswachstum angleicht. In der Befragung zeigte sich, dass eine grosse Mehrheit der Unternehmen Wachstumsüberlegungen in die Bewertung einfließen lässt. Das Umsatzwachstum ist dabei für die meisten befragten Gesellschaften die zentrale Grösse [50]. Finanzanalysten stellen dagegen stärker auf das Wachstum der Gewinne ab.

Generell wichtig bei der Unternehmensbewertung ist die *Nachvollziehbarkeit* der Bewertung und die *Plausibilität* der errechneten Ergebnisse. Das bedeutet hinsichtlich der Methodenwahl, dass meistens mehrere Ansätze gleichzeitig zur Anwendung kommen sollen [51]. *Abbildung 3* zeigt die Struktur eines solchen Methoden-Mix auf, der die wesentlichen Erkenntnisse des vorliegenden Beitrags beinhaltet. Ausserdem braucht es eine saubere *Preisargumentation*: Es muss deutlich sein, wie die verwendeten Parameter hinsichtlich erwarteter Zahlungen, Kapitalkosten, Wachstum usw. zustande kommen. Schliesslich gehört es ebenfalls zur heutigen Best Practice, verschiedene Szenarien hinsichtlich der Parameterwerte zu rechnen. Aus Sicht der Praxis sind die Sensitivitäts- und Plausibilitätsanalyse der Bewertung unabdingbare Qualitätskriterien.

## 8. FAZIT

Im Zentrum effizienter Wirtschaftstätigkeit steht der bestmögliche Einsatz knapper Ressourcen. Deren Allokation ist nur möglich, wenn es eine *Bewertung* von Investitionsalternativen gibt. Im Rahmen wirtschaftlicher Aktivitäten kommt es zu einer Vielzahl von Bewertungsanlässen wie Fusionen, Übernahmen, LBO-Finanzierungen, Expansionsprojekten, Abspaltungen von Unternehmensteilen, Privatisierungen, Börsengängen, Erbteilungen, Liquidationen und Pfandwertungen, Werthaltigkeitstests, Impairments von Goodwill, Fairness Opinions und anderen Vorgängen, in denen Bewertungen erforderlich sind.

Gegenstand des vorliegenden Beitrages war es, eine Bestandaufnahme bei Kapitalgesellschaften, Finanzanalysten,

Revisionsgesellschaften und Beratungsunternehmen in der Schweiz hinsichtlich der präferierten Unternehmensbewertungsmethoden durchzuführen. Charakteristisch für die meisten heute verwendeten Bewertungsmethoden sind deren Zukunftsorientierung und das Abstellen auf periodische Zahlungen. Zwar gibt es mit den Substanzwertmethoden Ansätze, welche auch Vermögenswerte einbeziehen. Die grösste Bedeutung haben heute indessen Ertragswertmethoden (vor allem DCF und APV) sowie Multiplikatorenansätze. Im Beitrag werden die verschiedenen Methoden und deren Eignung kurz skizziert.

Die Umfrage hat auch gezeigt, wo die kritischen Punkte liegen: Wichtig sind die Kenntnis und korrekte Anwendung der Methoden sowie die Argumentation bezüglich der Input-Parameter. Fehlerquellen bei der Bewertung liegen in der Berechnung der Kapitalkosten, in der Anwendung des Steuerkorrekturterms, in der Berücksichtigung von Inflation, Währungsrisiken und latenten Steuern, in der Festlegung und Unterteilung des Prognosehorizonts, in der Bemessung des nachhaltigen Wachstums der zugrunde gelegten Zahlungsgrösse sowie in der Bestimmung des Residualwertes. Bei den Multiplikatorenansätzen sind die Einhaltung des Matching-Prinzips und die saubere Selektion und Analyse der Peer Group hervorzuheben.

Ziel soll es schliesslich nicht sein, einen exakten Wert zu ermitteln, sondern *Bandbreiten* festzulegen, welche den mit der Parameterschätzung sowie der zukünftigen Entwicklung einher gehenden Unsicherheiten Rechnung tragen. Als Best Practice hat sich ein *Methoden-Mix* sowie jeweils eine *Szenario-Analyse* herausgebildet. ■

**Anmerkungen:** 1) In erster Linie sind kотиerte Kapitalgesellschaften an der Schweizer Börse aus dem SMI und SPI (Rücklauf 33% von 253) und in zweiter Linie ausgewählte Finanzanalysten (Rücklauf 40% von 30) sowie Revisions- und Beratungsgesellschaften (Rücklauf 80% von 10 bzw. 60% von 20) befragt worden. 2) Vgl. Marco Gehrig: Unternehmensbewertungsmethoden in Theorie und Praxis – Eine Analyse aus Sicht von Kapitalgesellschaften, Finanzanalysten, Revisions- und Beratungsgesellschaften. Universität St. Gallen, 2006. 3) WACC steht für «Weighted Average Cost of Capital» und bedeutet gewichtete Kapitalkosten. Aus Gründen der Lesbarkeit wird nachfolgend die Abkürzung WACC verwendet. 4) Vgl. Seiler, 2004, Seite 31. 5) Vgl. Born, 2004, Seite 155. 6) Für die Leistungserstellung eines Unternehmens ist es wichtig, dass bestimmte Aktiven zur Verfügung gestellt werden. Dies trifft allerdings nicht auf alle Positionen zu (z. B. Überkapazitäten oder übervorsichtige Vorratshaltung). Daher sollte das nicht betriebsnotwendige Vermögen als gesonderte Position hinzugefügt werden, weil dies sonst zu Verzerrungen führen kann. Vgl. Born, 2003, Seite 139. 7) Vgl. Helbling, 1998, Seiten 209–210. 8) Vgl. Behringer, 2004, Seite 73. 9) Vgl. Klaus Spremann, 2004, Seite 142. 10) Vgl. Helbling, 1998, Seite 351 ff. 11) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 52 und Seiten 237–239. 12) EBIT steht für Earnings before Interests and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern). 13) Vgl. Helbling, 1998, Seite 352. 14) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 277, sowie Loderer et al., 2002, Seite 753. 15) Vgl. Helbling, 1998, Seite 352. 16) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite

56. 17) Vgl. Helbling, 1998, Seiten 120–121 sowie Born, 2003, Seiten 28–29. 18) Vgl. Spremann, 2004, Seite 39. 19) Vgl. Loderer et al., 1998, Seite 755. 20) Ein Beispiel aus dem Immobilienbereich ist die Berechnung des «Verkehrswerts». Dieser ist ein gewichtetes Mittel aus Sachwert (Substanzwert) und Ertragswert. Häufig wird der Ertragswert zu 2/3 oder 3/4 gewichtet, der Sachwert zu 1/3 bzw. 1/4. 21) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 84. 22) Vgl. Boemle et al., 2002, Seite 695. 23) Vgl. Copeland et al., 2002, Seiten 184–186. 24) Vgl. Hostettler, 1997, Seiten 111–155. 25) Conversions sind Anpassungsberechnungen. 26) Vgl. Loderer et al., 2002, Seite 741. 27) Vgl. Hostettler, 2003, Seiten 117–122. 28) Vgl. Born, 2003, Seite 31. 29) Vgl. Ross et al., 2005, Seite 481. 30) Der Grund für diesen «Fehler», der dann über die Diskontierung wieder korrigiert wird, liegt in einer wesentlichen kalkulatorischen Vereinfachung. 31) Vgl. Spremann, 2004, Seite 167, sowie Behr et al., 2003, Seite 80. 32) Vgl. Volkart, 1998, Seite 194. 33) LBO kurz. Nach diesem Verfahren übernimmt das Management eine Unternehmung mit Aufnahme von Fremdkapital. 34) Vgl. Copeland et al., 2002, Seite 192. 35) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 70 und Ross et al., 2005, Seite 480. 36) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 286. 37) Die hier berücksichtigten Methoden beinhalten die Zero-Growth-Methode, die Constant-Growth-Methode sowie das zweistufige Dividend-Discount-Modell. 38) Vgl. Reilly et al., 1999, Seite 379. 39) Vgl. Loderer et al., 2002, Seite 774. 40) Vgl. Born, 2003, Seite 162. 41) Vgl. Schindler, 2002, Seiten 771–778. 42) Vgl. Peemöller et al., 2005, Seite 408. 43) Vgl. Behringer, 2004, Seite 114.

44) Vgl. Kellners, 2004, Seiten 187–188 und Seiten 283–289. 45) Vgl. Behringer, 2003, Seite 235. 46) Vgl. Helbling, 1998, Seite 268. 47) Vgl. Kuhn et al., 2003, Seite 181. 48) Vgl. Helbling, 1998, Seiten 309–310. 49) Vgl. Achleitner et al., 2004, Seite 15. 50) Vgl. Copeland et al., 2002, Seiten 286–287. 51) Dies verlangt beispielsweise auch das Fusionsgesetz. Vgl. zudem Glanzmann, 2005, Seite 66–68.

**Literatur:** ▶ Achleitner, A.-K., Zegler, H.-J., Kay, M. & Beyer, S. (2004): Company Evaluation and EVCA Valuation Guidelines. Eine Bestandaufnahme der Unternehmensbewertungspraxis von Beteiligungskapitalgesellschaften. München: RSM Haarmann Hemmelrath. ▶ Behr, G., Fickert, R., Gantenbein, P. & Spremann, K. (2003): Accounting, Controlling und Finanzen. Einführung. München, Wien: Oldenburg Verlag. ▶ Behringer, St. (2004): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen. (3. neu bearbeitete und erweiterte Auflage). Berlin: Erich Schmidt Verlag GmbH & Co. ▶ Boemle, M. & Stolz, C. (2002): Unternehmensfinanzierung (13. Auflage). Zürich: SKV Verlag. ▶ Born, K. (2003): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung (2. Auflage). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag. ▶ Breitenstein, U., Schneller, T. & Spielberger, K. (2002): Bewertung von Projekten mit Realoptionen: Ein Modell für die praktische Unternehmensplanung. Zürich: Neue Zürcher Zeitung, 16. August 2002, Seite 25. ▶ Casanova, P. & Piel, S. (2006): Fairness Opinion Generali (Schweiz) Holding. (Sal. Oppenheim & Cie. (Schweiz) AG. ▶ Cheridito, Y. & Schneller, T. (2004):

Der Residualwert in der Unternehmensbewertung. Verschiedene Formeln im Vergleich. Zürich: Der Schweizer Treuhänder 09/2004, Seiten 735–741. ▶ Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2002): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. (3. erweiterte und völlig überarbeitete Auflage). Frankfurt am Main: Campus Verlag GmbH. ▶ Drukarczyk, J. (2007): Unternehmensbewertung. (5. Auflage). München: Verlag Franz Vahlen GmbH. ▶ Gehrig, M. (2006): Unternehmensbewertungsmethoden in Theorie und Praxis – Eine Analyse aus Sicht von Kapitalgesellschaften, Finanzanalysten, Revisions- und Beratungsgesellschaften. Masterarbeit, Universität St. Gallen, 2006. ▶ Glanzmann, L. (2005): Umstrukturierungen. Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes. Bern: Stämpfli Verlag AG. ▶ Gordon, M. (1962): The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood: Irwin Publisher. ▶ Hanke, J.E. & Wichern, D.W. (2005): Business Forecasting. (8. Auflage). New Jersey: Pearson Prentice Hall. ▶ Helbling, C. (1998): Unternehmensbewertung und Steuern. Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland. (9. nachgeführte Auflage). Düsseldorf: IdW Verlag GmbH. ▶ Hel-

ling, C. (2002): 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung – Die wichtigsten unbestrittenen Grundsätze aus der Praxis der Unternehmensbewertung. Zürich: Der Schweizer Treuhänder, 09/2002, Seiten 735–744. ▶ Hostettler, S. (1997): Economic Value Added (EVA). Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften. (3. Auflage). Bern-Stuttgart-Wien: Verlag Paul Haupt. ▶ Hostettler, S. (2003): Economic Value Added (EVA) – Lektionen aus der Praxis: Das EVA-Konzept richtig eingesetzt als Grundlage einer effektiven finanziellen Corporate Governance. Zürich: Der Schweizer Treuhänder, 03/2003, Seiten 117–122. ▶ Kellners, A. (2004): Risikoneutrale Unternehmensbewertung und Multiplikatoren. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag. ▶ Kuhn, S., Röthlisberger, R. & Niggli, S. (2003): Konzernsteuerquote als Messgrösse der Steuerplanung. Eine systematische Analyse der Konzernsteuerquote und Darstellung ihrer Einflussfaktoren. IFF Forum für Steuerrecht, Oktober 2003. ▶ Loderer, C., Jörg, P., Pichler, K., Roth, L. & Zraggen, P. (2002): Handbuch der Bewertung. Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien. (2., erweiterte Auflage). Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung. ▶ Peemöller, V. H. (2005): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. (3. aktualisierte und erweiterte Auflage). Herne/Stuttgart: Verlag

Neue Wirtschafts-Briefe (nwb). ▶ Reilly, K.F. & Brown, K.C. (2003): Investment Analysis & Portfolio Management. (7th edition). Ohio: Thomson South-Western. ▶ Ross, S., Westerfield, R.W. et Jaffe, J. (2005): Corporate Finance. (Seventh Edition). Boston: McGraw Hill International Edition. ▶ Schindler, R. (2002): EBITDA – Führungsgrösse mit Zukunft. Konzept zur Steuerung des Ressourcenmanagements. Zürich: Der Schweizer Treuhänder, 09/2002, Seiten 771–778. ▶ Schreiner, A. (2007): Equity Valuation Using Multiples. An Empirical Investigation. Schriften zum europäischen Management. Roland Berger Strategy Consultants – Academic Network. Wiesbaden: DUV Gabler Edition Wissenschaft, 2007. ▶ Seiler, K. (2004): Unternehmensbewertung. Wertvermittlung bei Kauf, Verkauf und Fusion von kleinen und mittleren Unternehmen. Heidelberg: Springer-Verlag. ▶ Spremann, K. (2004): Valuation. Grundlagen moderner Unternehmensbewertung. München: Oldenburg Wissenschaftsverlag GmbH. ▶ Spremann, K. (2002): Finanzanalyse und Unternehmensbewertung. München: Oldenburg Wissenschaftsverlag GmbH. ▶ Volkart, R. (1998): Shareholder Value und Corporate Valuation. Finanzielle Wertorientierung im Wandel. Zürich: Versus Verlag AG. ▶ Volkart, R. (1998): Finanzmanagement. Beiträge zu Theorie und Praxis – Band I. (6. erweiterte, neu überarbeitete Auflage). Zürich: Versus Verlag AG.

## RÉSUMÉ

# Méthodes modernes d'évaluation d'entreprise

Le présent article se propose de dresser un inventaire des méthodes d'évaluation d'entreprise les plus utilisées par les sociétés de capitaux, les analystes financiers, les sociétés d'audit et les sociétés de conseil de Suisse. Les entreprises utilisent diverses méthodes d'évaluation (cf. figure 1) pour apprécier leurs projets, des parties d'entreprise ou l'entreprise dans son entier. Une étude empirique globale menée dans le cadre d'un travail de maîtrise à l'Université de Saint-Gall débouche sur un catalogue des méthodes d'évaluation d'entreprises les plus courantes et donne ainsi un aperçu actuel de la pratique.

La méthode désignée comme la plus utile et la plus pertinente est l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) selon l'approche du coût moyen pondéré du capital (WACC, cf. figure 2). Les résultats des autres approches DCF telles que «free cash flow to equity» et «adjusted present value» sont comparables. Les méthodes de la valeur ajoutée économique (EVA), de la valeur de rendement et des multiplicateurs sont généralement considérées, elles aussi, comme utiles et pertinentes. En revanche, les autres métho-

des sont jugées moins pertinentes et moins utiles par les sondés.

Des aspects particuliers sont mis en avant pour chaque méthode: la méthode de la valeur substantielle fournit des indications essentielles sur la valeur limite et sur la valeur substantielle d'une entreprise. La méthode de la valeur de rendement se base sur l'EBIT anticipé pour les trois à cinq années suivantes et le coût du capital est pondéré de facteurs de risques spécifiques. Dans la pratique, l'EVA n'est adaptée que cinq à dix fois pour obtenir le NOPAT. Dans la méthode DCF selon l'approche WACC, qui est désignée comme *meilleure pratique*, le coût du capital propre est calculé à l'aide du modèle «capital asset pricing», malgré tous les problèmes qu'on lui connaît. Enfin, pour la méthode des multiplicateurs, les auteurs soulignent le respect du principe de concordance ainsi que la sélection et l'analyse stricte du groupe de référence.

L'étude montre aussi qu'une réflexion sur le taux de croissance et sur les impôts latents a sa place dans le processus d'évaluation. En revanche, l'inflation joue un rôle secondaire. La période d'éva-

luation est généralement subdivisée en deux. En l'occurrence, la valeur résiduelle est la plupart du temps calculée sur la base du cash-flow disponible de la dernière période, compte tenu du taux de croissance. A la fin du processus, l'évaluation doit être soumise à un test de sensibilité et de plausibilité, ce que la majorité des sociétés interrogées affirment faire. Ces critères de qualité constituent une base importante pour être en mesure de soutenir une argumentation plausible sur le prix et la valeur de l'entité.

Les points critiques du processus d'évaluation sont la connaissance des méthodes et des données brutes requises, notamment pour le calcul du coût du capital, pour la prise en considération des impôts latents, pour la détermination des horizons prévisionnels et pour la fixation des taux de croissance. En fin de compte, le but d'une évaluation n'est pas de déterminer la valeur exacte de l'objet mais de définir une fourchette de valeurs, ce qui peut être obtenu par la sélection avisée de diverses méthodes. PG/MG/PB