

Unternehmensbewertung



Ziele

Die Seminarteilnehmer sind in der Lage

- die Komponenten der Wertbemessung für eine Unternehmensbewertung zu identifizierenden;
- die Stärken und Schwächen der wichtigsten Unternehmensbewertungsmethoden aufzuzeigen und in Diskussionen über den "richtigen" Unternehmenswert sachkundig zu argumentieren;
- anspruchsvollere Bewertungsaufgaben korrekt zu lösen.

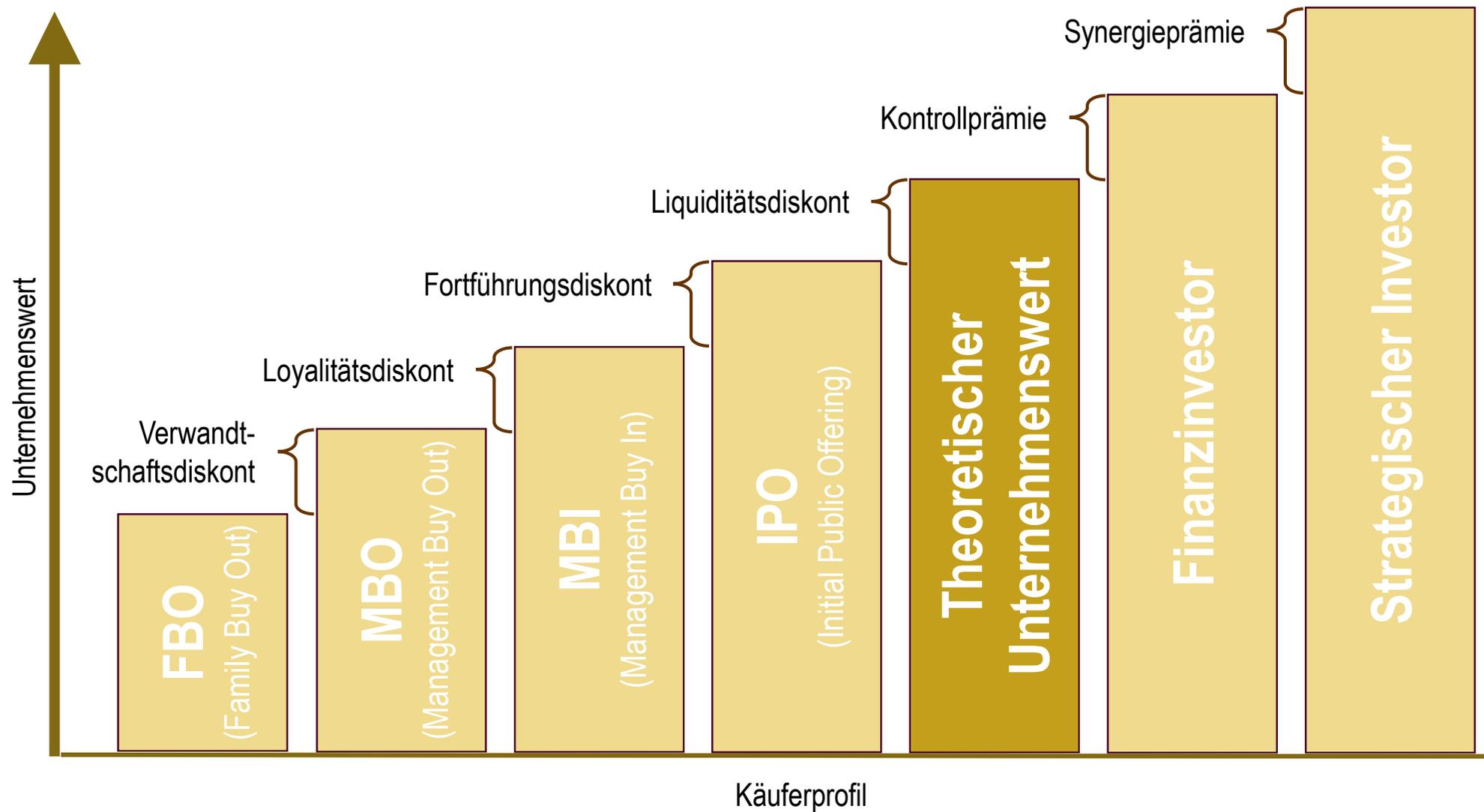
Unternehmensbewertung

- Einführung
- Übersicht Klassische Bewertungsverfahren
 - Substanzwert
 - Ertragswert
 - Mittelwert
 - Angelsächsischer Ansatz
- Moderne Bewertungsmethoden
 - DCF
 - Multiples
 - VC-Methode
 - Bewertung von Startup's
- Fusion

Einführung

Unternehmensbewertung Teil I

Der «richtige» Unternehmenswert



Gründe für Unternehmensbewertungen

- Kauf und Verkauf einer Unternehmung
- Erbteilungen (Auseinandersetzungen zwischen Erben einer Unternehmung)
- Fusionen und Umwandlungen
- Gründung einer Gesellschaft mit Sacheinlagen
- Austritt von Gesellschaftern/Teilhabern aus einer Unternehmung
- Aufnahme von neuen Gesellschaftern in ein Unternehmen
- Teilungen nach ehelichem Güterrecht (Scheidungen)
- Festsetzung des Aktienpreises bei Kapitalerhöhungen und beim Going Public
- Erhöhung, Verlängerung oder Aufnahme von Krediten (Basel II)
- Sanierungen (für Nachweis von Bonität/Zukunftschancen des Unternehmens) allenfalls Feststellungen der Überschuldung
- Management-Buy-Out
- Expropriation (Zwangsentziehung einer Unternehmung durch den Staat)
- Abspaltungen von Unternehmensteilen (Spin-Offs)
- Verpachtung einer ganzen Unternehmung

Motivation für Unternehmenserwerb

- Erzielung von Synergieeffekten
- Diversifikation
- Erhöhung des Marktanteils (evtl. Monopolstellung)
- Nutzen von bestimmten Patenten oder Lizenzen des gekauften Unternehmens
- Zutritt zu reglementierten Märkten (EU, USA, China)

Motivation für Unternehmensverkauf

- Fokussierung
- Nachfolgeprobleme
- Finanzierungsprobleme (evtl. durch Wachstum)
- Managementprobleme
- Exit-Strategien (Wachstum nur noch im Verbund mit Konkurrenten möglich)

Probleme bei Unternehmensbewertungen

- es existieren keine Marktpreise
- Zukunftserträge sind unsicher
- Gesamtwert der Unternehmung ist grösser als Aktiven minus Fremdkapital
- Bemessung immaterieller Werte sind problematisch (Goodwill)
 - originärer Goodwill
 - derivativer Goodwill

Wertfunktionen

- Entscheidungswert (Beratungsfunktion)
- Arbitriumwert (Vermittlungsfunktion)
- Argumentationswert (Argumentationsfunktion)
- Neutraler Fortführungswert (abstrahierender, objektiver Unternehmenswert)

Ansätze zur Unternehmenswerte-Bestimmung

<u>Paradigma</u>	<u>Dekade</u>
Bilanz	um 1920
Erfolg	um 1940
Marke	um 1950
Wachstum	um 1960
Discounted Cashflows	um 1970
Corporate-Governance	um 1980
Realoptionen	um 1990
Wissenskapital	um 2000
Humankapital	um 2010
Information	um 2020

Bewertungsverfahren

Substanzorientierte Verfahren		Relevanz
Substanzwertmethoden	Substanzwertmethode zu Reproduktionswerten	hoch
	Substanzwertmethode zu Liquidationswerten	mittel
Gewinnorientierte Verfahren		Relevanz
Ertragswertmethoden	einfache Ertragswertmethode	hoch
	differenzierte Ertragswertmethode	mittel
	dynamisierte Ertragswertmethode	tief
	Interfinanzformel-Methode	tief
Mittelwertmethoden	einfache Mittelwertmethode	mittel
	modifizierte Mittelwertmethode (Praktikermethode)	hoch
Übergewinnmethoden	angelsächsischer Ansatz	tief
	Residual Income Model - static (statische verkürzte Goodwillrentenmethode)	tief
	Residual Income Model - dynamic (dynamische verkürzte Goodwillrentenmethode)	tief
	Economic-Value-Added-Methode (EVA)	hoch
Cashfloworientierte Verfahren		Relevanz
Discounted Cashflow Methode (DCF)	nach Weighted Average Capital Cost (WACC)	hoch
	nach Adjusted Present Value (APV)	mittel
	nach Flow-to-Equity (FTE)	mittel
Ausschüttungsorientierte Verfahren		Relevanz
Zero Growth Methode		tief
Constant-Growth-Methode		tief
Zweistufen Dividend-Discout-Methode		tief
Marktorientierte Verfahren		Relevanz
Market Value Added (MVA)		tief
Trading Multiples		mittel
Transaction Multiples		hoch
Übrige Verfahren		Relevanz
Venture-Capital-Methode		tief
Realoptions-Methode		tief
Earn-out-Methode		tief
Geschäftswertabschreibungsmethode		tief

M&A - Mergers & Acquisitions

Unternehmensbewertung Teil II

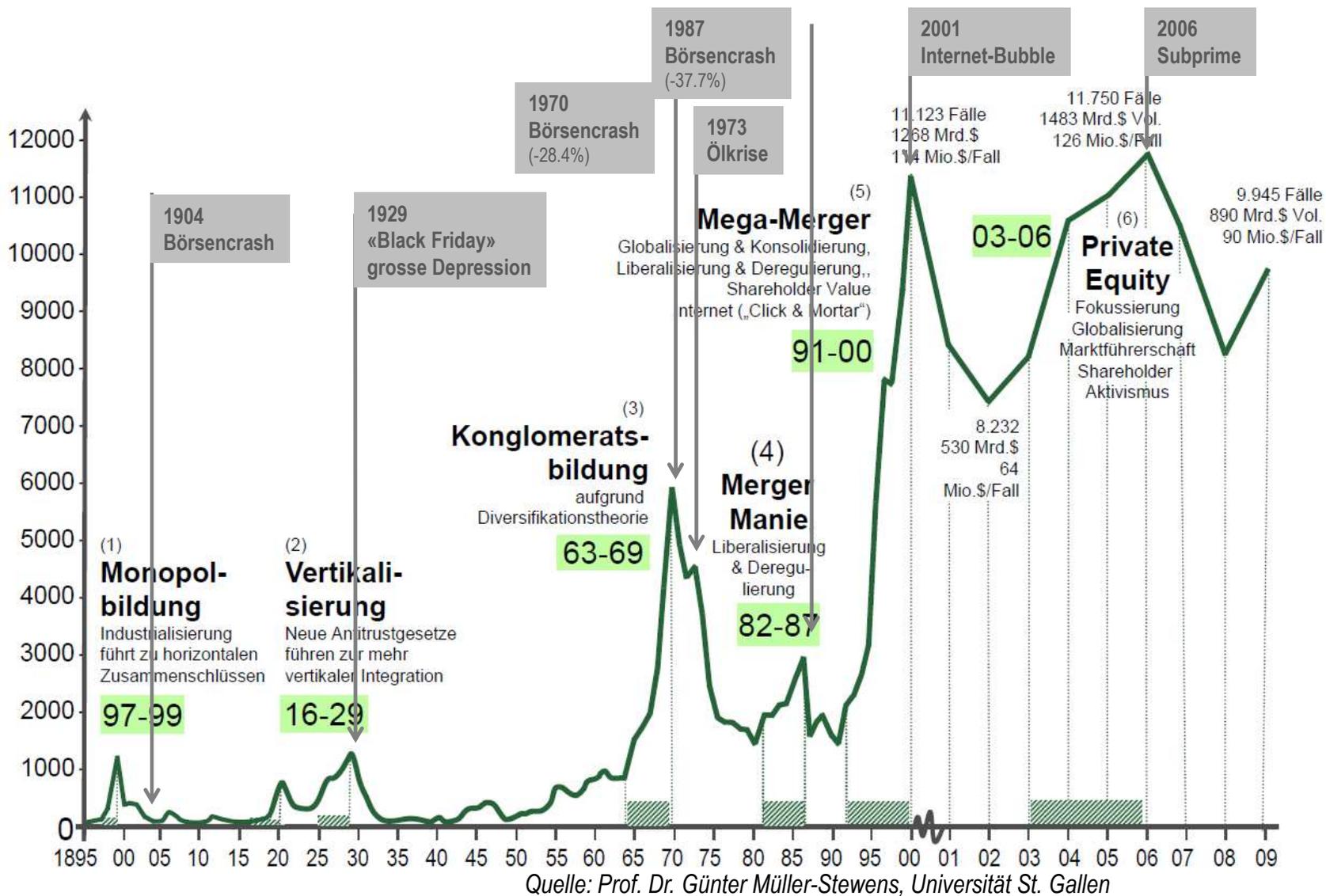
Phasen des M&A

- der Planung (Analyse-Phase),
- der Durchführung (Transaktions-Phase) sowie
- der Implementierung bzw. Post-Merge-Integration (Integrations-Phase).

Bereiche des M&A

- **Unternehmenskäufe**
- **Unternehmensverkäufe**
- Unternehmenszusammenschlüsse
- Allianzen, Kooperationen und Joint Ventures
- Unternehmensgründung
- **Börsengänge / IPOs**
- Umwandlungen
- Restrukturierungen
- **Management Buy-Out und Buy-In (Leverage Buy-Out)**
- **Unternehmensnachfolgen**

Entwicklung des M&A



Messung des Erfolgs von Fusionen

Die relative Performance* von Schweizer Fusionsaktien (in %)

	<i>Bekanntgabe</i>	<i>1 Monat vorher</i>		<i>1 Monat nachher</i>	
		<i>absolut</i>	<i>relativ</i>	<i>absolut</i>	<i>relativ</i>
Novartis	7. 3.96				
Sandoz		9,7	6,3	17,9	13,0
Ciba N		10,9	7,4	28,0	23,0
UBS AG	8.12.97				
UBS		13,0	7,0	11,4	5,8
SBV N		15,2	9,1	2,7	-2,9
CSG-Winterthur	11.08.97				
CS Group		-0,4	0,5	-12,6	-7,2
Winterthur		7,9	8,7	-12,9	-7,6
Zürich Allied	16.10.97	8,5	0,5	-10,2	-3,0
Clariant-Ciba SC	9.11.98				
Clariant		21,8	2,2	-14,6	-17,3
Ciba SC		16,5	-3,0	-5,1	-7,9
Algroup-Viag	27. 11.98				
Algroup		21,6	9,0	-8,8	-9,7
Viag		-2,7	-15,3	-10,1	-11,0

*Rendite der betreffenden Titel abzüglich der Rendite des SPI-Aktienindex
 Quelle: Braun, von Wyss & Müller AG.

Übernahmen Schweiz 2005

Monat	übernehmende Firma	übernommene Firma	Bemerkungen
Januar	crealogix Künzler-Bachman RZ redIT Sage SuperOffice	Balzano Informatik Regor InteGreat Business Solutions Simultan Team Brendel	25 Mio. CHF 3-4 Mio. CHF
Februar	Esmertec	CoreTek Systems (China)	
März	Bechtle (D)	CDC IT	
April	Bechtle (D) IMPAQ Solution24 tetrad	Delec Pluralis (D) VIA NET.WORKS Schweiz Netbeat	2-4 Mio. CHF (Schätzung)
Mai	Neopost (F) sunrise Victory Xmedia Group	BTA Digital Works Ascom Business Communication Unaxis New Impact	33.5 Mio. CHF Aktien Familien Anda/Bührle 51% der Aktien
Juni	Accarda BossInfo AG cablecom Die Schweizerische Post Swisscom Solutions	Medipa Realeyez Solpa SwissSign Celeris	Bereich Geschäftskunden
Juli	SoftM (D) Tele2 Wirz-Gruppe	Solitas Informatik Econophone Assai Interactive	
August	ACS (USA) Brack	Ascom Transport Revenue SilentPC.ch	130 Mio. CHF
September	Liberty Global redIT Swisscom IT Services	Cablecom Ancoma Comit	2825 Mio. US\$ Bereiche Solution/Technologie 60 Mio. CHF
Oktober	BskyB redIT Swisscom Fixnet Swisscom	Easynet S4 Solutions Cybernet (Schweiz) Antenna Hungária	211 Mio. GBE 15 Mio. CHF (Schätzung) 293 Mio. CHF
November	Microsoft Solutions24 Télésonique	Media-streams.com TIC Sellect One (D)	
Dezember	Besonet Capvis Softwarepipeline	LAN Services Ticketcorner Outlook	84 Mio. CHF

M&A-Erfolge

- M&A erst seit den 70er Jahren systematisch untersucht
- Keine einheitlichen Erfolgskriterien und Verfahren zur Erfolgsmessung für Fusionen; ökonomische Definitionen überwiegen (Jahresabschluss, Kapitalmarkt, Wiederverkaufswert, Insider-Befragungen)
- Ausblendung von vielen (zunächst) nicht-ökonomischen Aspekten (Arbeitszufriedenheit, Personalfuktuation, Innovationspotential, Reputation, etc.)
- Ausgewählte Studien-Ergebnisse:
 - Bankenfusionen scheitern zu 85% (Hayes1998)
 - 61% aller Fusionen nach 5 Jahren wieder verkauft (Porter 1987)
 - Durchschnittlicher Verlust nach Fusionen für die Aktionäre amerikanischer Unternehmen im Zeitraum 1955 -87: 10,26% nach 5 Jahren (Agrawalet al. 1992)
 - Geschätzte Vermögensverluste nach gescheiterten Fusionen in den 80iger Jahren: 300 bis 500 Milliarden Euro (Zappei/Eppinger 1992)
 - Misserfolgsraten von 2/3 bis 3/4, wenn Börsenwertsteigerung als Erfolgskriterium gilt (Mercer, A.T. Kearney; Booz, Allen&Hamilton)
 - 29% von 250 untersuchten europäischen Fusionen bringen wertsteigernde Entwicklung (Jansen 1999)

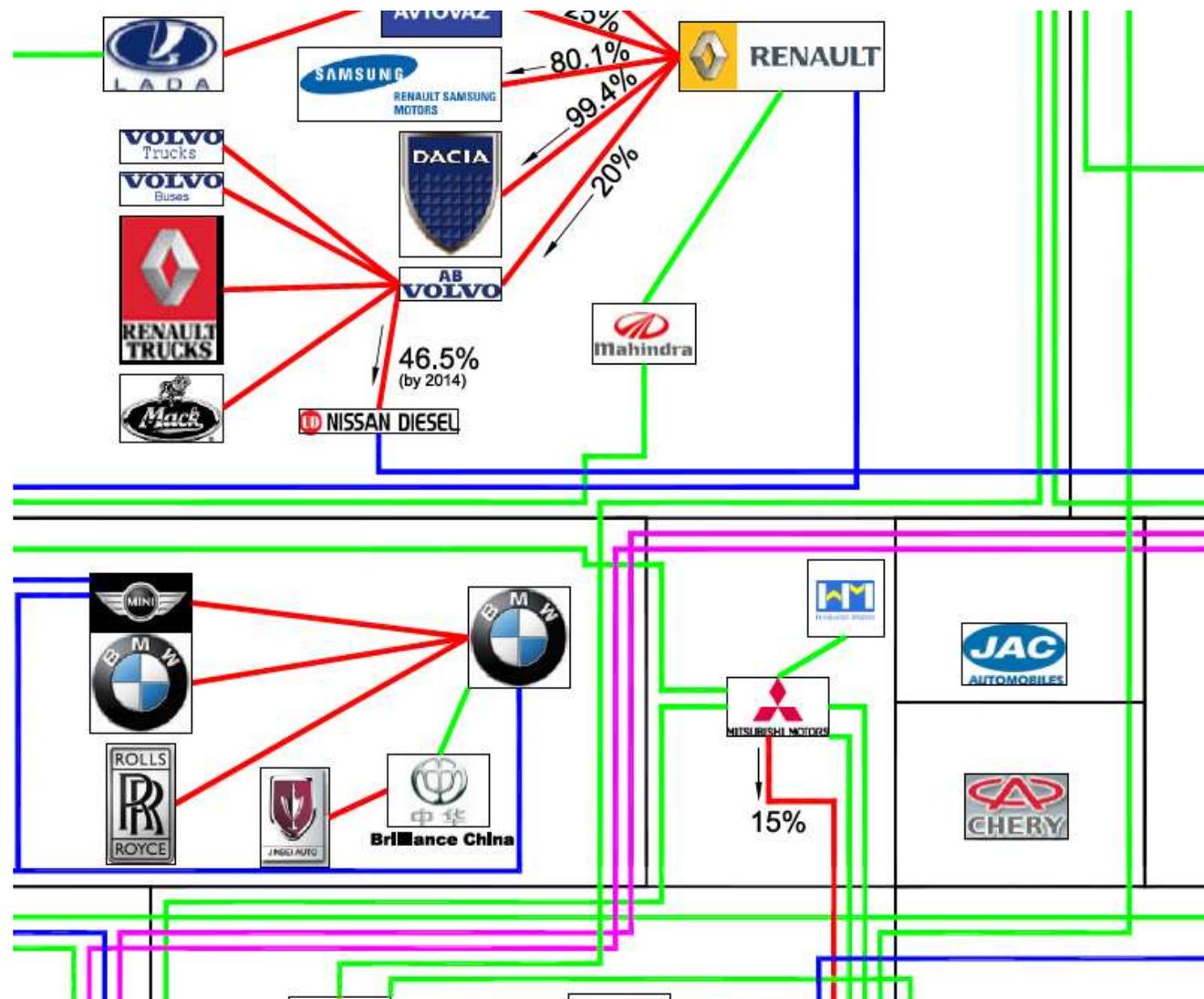
Scheiterungsgründe von Fusionen

- Interessensdivergenz zwischen Management, Aktionären & Stakeholdern
- Value Capturing statt Value Creation (Jansen 1999): Kontroversen beim Thema Bezüge, Arbeitsplatz-Sicherheit, kurzfristige Investitionen
- Hybris-Hypothese (Roll 1986): Selbstüberschätzung des Top-Managements
- Probleme mit Kunden & Lieferanten durch veränderte Marktsituation
- Probleme bei der Prozesseffizienz
- Probleme bei Unternehmensbewertung, meist zu hoher Kaufpreis bezahlt (Porter 1987)
- Keine oder mangelhafte Integrationsplanung (Möller 1983, Jansen 1999)
- DueDiligence-Verfahren nicht sorgfältig oder gar nicht durchgeführt (PWC 1998)
- Probleme im „Post Merger Management“
- (Zu) hohe Integrationskosten (Jansen 1999)
- Geplante Synergien lassen sich nicht realisieren
- „MergerSyndrom“ (Marks/Marvis, 1985): „braindrain“, Stress, Unsicherheit
- „Clash of Cultures“, „Culturalfit“
- Reputationsverlust bei Stakeholdern (Shleifers/Summers 1992)

Fusionen International

Mergers & Acquisitions

Fusionen in der Automobilbranche

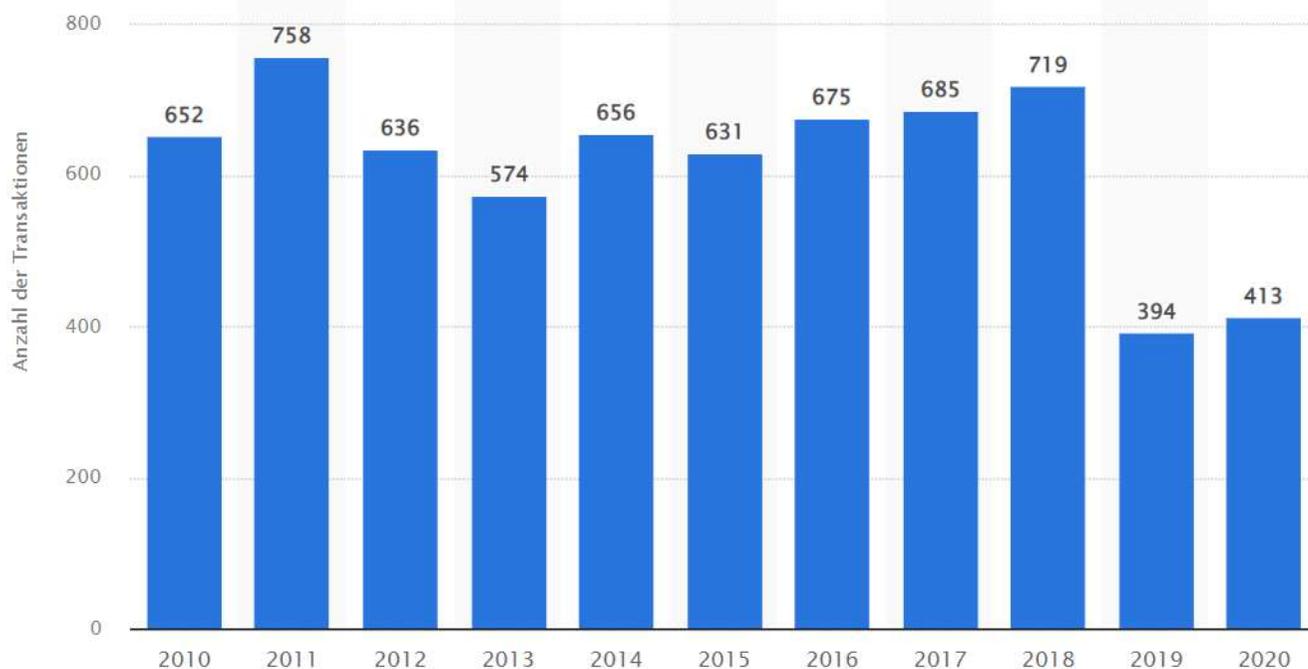


Fusionen in der Schweiz

Mergers & Acquisitions

Fusionen in der Schweiz

Im Krisenjahr 2009 mussten die verkaufswilligen Firmen noch nach Käufern suchen. 2011 wählten die verkaufswilligen Firmen wieder die Käufer aus und trieben so die Preise in die Höhe. Neben der absoluten Zahl der Fusionen nehmen auch die Preise, welche die Käufer für das übernommene Unternehmen zahlen deutlich zu und die Transaktionspreise hatten 2012 bereits wieder das



Niveau der Boom-Jahre 2002 bis 2007 erreicht. 2019 zeigte sich die verbreitete wirtschaftliche Unsicherheit, welche 2020 durch die Corona-Pandemie noch verstärkt wurde.

Quelle: Statista 2022

Fusionen in der Schweiz

Gründe für die Zunahme der Fusionen nach 2009:

- Private Equity Gesellschaften verfügen aktuell weltweit über 400 Milliarden CHF an Liquidität für Übernahmen.
- Die Fremdmittel sind ausserordentlich günstig und nach dem Schock 2008 wieder verfügbar. Damit können Akquisitionen «geleveraged» werden
- Die Käufer und Finanzinvestoren entdecken das neue Segment der KMUs, welche gut positioniert, gesund und solide aufgestellt sind.

Fusionen in der Schweiz 2010

Kanton	Anzahl Firmen
Zürich	222
Bern	106
Zug	103
Genf	79
Waadt	76
Aargau	60
St. Gallen	59
Luzern	43
Basel-Stadt	41
Solothurn	38
Graubünden	34
Schwyz	34
Basel-Landschaft	33

Kanton	Anzahl Firmen
Thurgau	32
Freiburg	30
Wallis	17
Obwalden	15
Schaffhausen	11
Neuenburg	10
Nidwalden	9
Appenzell Innerrhoden	7
Glarus	7
Tessin	6
Appenzell Ausserrhoden	4
Jura	4
Uri	2

Nachfolgeregelungen in der Schweiz

Mergers & Acquisitions

Nachfolgeregelung

Zahlen und Fakten zur KMU-Nachfolge-Problematik 2010: Wussten Sie, dass...?

- 19'120 Wussten Sie, dass in den nächsten fünf Jahren über 19'000 Firmen infolge ungelöster Nachfolge liquidiert oder aufgelöst werden und dass dadurch mehr als 100'000 Arbeitsplätze verloren gehen?
- 61'951 Wussten Sie, dass bei 62'000 KMUs in den nächsten Jahren die Nachfolge geregelt werden muss?
- 88% Wussten Sie, dass fast 54'000 der betroffenen KMUs weniger als 10 Mitarbeiter beschäftigen?
- 6'500 Wussten Sie, dass die Branche Handel mit Motorfahrzeugen und Reparatur (Garagen, Autohandel, etc.) am stärksten betroffen ist mit insgesamt über 6'500 Betrieben, bei denen die Nachfolgeregelung ansteht?
- 14,57% Wussten Sie, dass der Kanton Glarus Spitzenreiter ist? Bei 14,57% aller im Kanton Glarus ansässigen Firmen muss in den nächsten Jahren altershalber die Nachfolge geregelt werden.
- 7,49% Wussten Sie, dass im Kanton Genf prozentual am wenigsten Firmen von der Nachfolge-Problematik betroffen sind?
- 39,5 Jahre Wussten Sie, dass der Patron im Durchschnitt fast 40 Jahre unternehmerisch tätig ist?
- 98,3% Wussten Sie, dass 98,3% aller von der Nachfolge-Problematik betroffenen Betriebe von Männern geführt werden?

Unternehmensnachfolge im Mittelalter

Unternehmensnachfolge im späten Mittelalter: Dort wo ein männlicher Erbe vorhanden war, blieb diesem

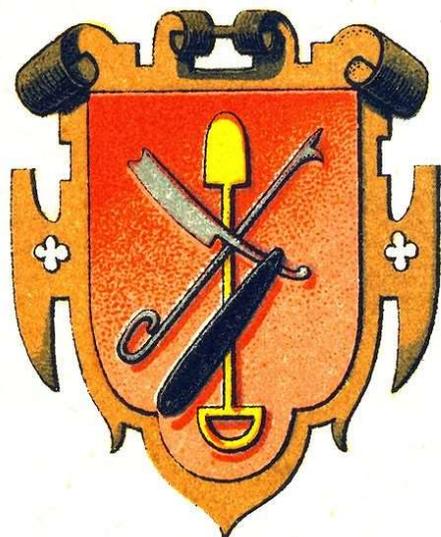


Werkstatt und Meisterrecht in der Nachfolge vorbehalten, bei mehreren männlichen Erben ging das Meisterrecht an den Erstgeborenen, weitere männliche Erben erlangten Gesellenstatus.



Unternehmensnachfolge im Mittelalter

Der Fall des Barbiers
Josef Schmid
aus Augsburg



Quelle: Christine Werkstetter:
Dissertation, Frauen im Augsburger Zunfthandwerk

Begründung der Nachfolgeregelung

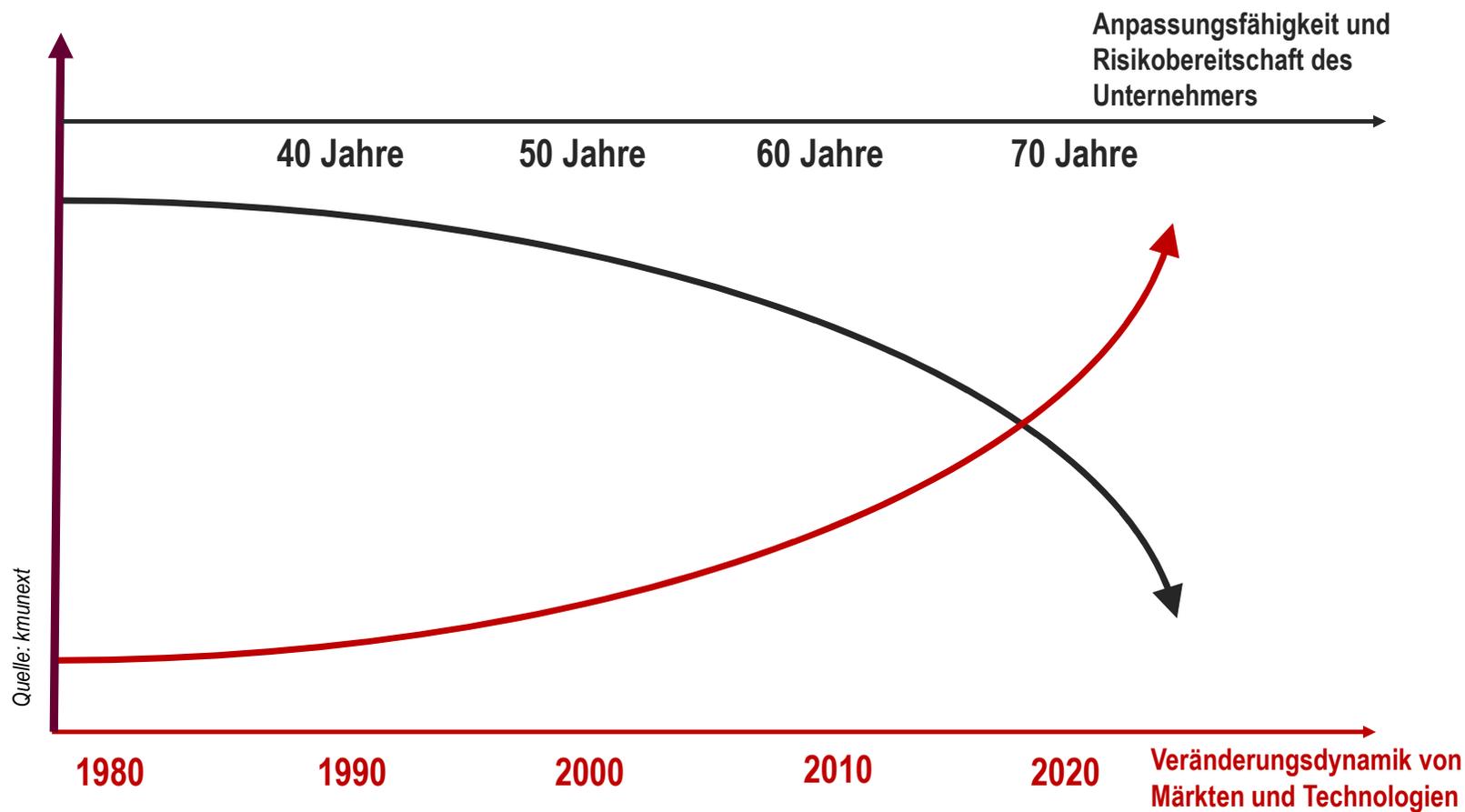
«weillen unsere liebe Tochter Anna Regina Schmid in unserem erlebten alter alle Kindtliche lieb und Treu uns erweisen, und noch weiters zuerweissen erbötig ist, zuemahlen auch alß ein gehorsames Kindt sich wol undt ehrlich verhalten, der noch lebendte einige Sohn aber Josef Schmid nicht allein unß vil widerwärtigkeiten undt grossen Verdruss angethan, undt bekantermassen einen schlechten lebenswandl gefüehrt, sondern auch deß Barbierhandtwerkhs sich begeben, und die Cramer Zunft angenohmen»

Nachfolge in der Familienunternehmung

*„Langsam reicht's mir. Ich mach
das jetzt nochmal 5 Jahre
und dann kannst du den Laden
übernehmen!“*



Strategiewandel und Neupositionierung



Handelsportale für Unternehmen

- www.nexown.ch
- www.businessbroker.ch
- www.companymarket.ch/ (ehemals www.nextmarket.ch)
- www.kmu-ratgeber.ch/Handel
- www.nachfolgepool.ch
- www.bandonetzwerk.ch

Abwehrstrategien «unfreundliche Übernahmen»

- "Pflege" des Aktienkurses
- Kritische Darstellung des "feindlichen Investors"
- Kontrolle der Aktionärsstruktur
- Aktienrückkaufprogramme
- Gerichtsverfahren
- Amtszeit der VR-Mitglieder erhöhen
- Fremdfinanzierte Firmenzukäufe
- Ausgabe von Belegschaftsaktien
- "Weisse Ritter"

Bonität

- Begriff
 - Kreditfähigkeit
 - Kreditwürdigkeit
 - persönliche Kreditwürdigkeit
 - wirtschaftliche Kreditwürdigkeit
- Bonitätsprüfung
 - statische Bonitätsprüfung
 - dynamische Bonitätsprüfung

Bonitätsprüfungsverfahren

- CCCCC
 - Character
 - Capacity
 - Capital
 - Collateral
 - Conditions
- Rating-Agenturen
 - Moody's
 - Standard & Poor
 - Fitch Ratings



Moody's Analytics

**STANDARD
& POOR'S**

FitchRatings

Rating-History „Swissair“



28.08.2000	Moody's erteilt ein langfristiges Emittentenrating von A3 und ein kurzfristiges Rating von PRIME-2 für SAir Group
26.01.2001	Moody's setzt langfristiges A3-Emittentenrating für Sair Group auf Watchlist
02.04.2001	Moody's setzt SAir Group's langfristiges Emittentenrating von A3 auf Baa3 herab und das kurzfristige Rating von PRIME-2 auf PRIME-3. Der Review für eine weitere Herabsetzung des Ratings wird fortgeführt.
19.06.2001	Moody's setzt das langfristige Emittentenrating auf Ba3 herab und das kurzfristige Rating auf NOT-PRIME. Der Review des Ratings wird in Diskussion mit dem Management laufend fortgesetzt.
31.08.2001	Moody's setzt SAir Group's langfristiges Emittentenrating von Ba3 auf B1 herab und führt den Review für eine weitere Herabsetzung des Ratings fort.
18.09.2001	Moody's setzt SAir Group's langfristiges Emittentenrating von B1 auf B2 herab und führt den Review für eine weitere Herabsetzung des Ratings fort.
26.09.2001	Moody's bewertet die Sicherheit von Obligationen und Schulden der Sair Group mit B2 unter Vorbehalt der Resultate des laufenden Reviews.
02.10.2001	Moody's setzt das langfristige Emittentenrating von B2 auf Ca herab.
02.10.2001	Grounding der Swissair



Rating der Credit Suisse

	R1	
geringes Risiko		
	R2	
	R3	
	R4	
mittleres Risiko		
	R5	
	R6	
hohes Risiko		
	R7	
	R8	

Mittelstand

Ratingstufen

Klassisches
Schweizerisches
KMU

	Moody	S&P	Fitch	CS	UBS	ZKB	LuKB	NAB
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	R1	C1		R1	CR01
	Aa1	AA+	AA+					
	Aa2	AA	AA	R2		R1	R2	CR02
	Aa3	AA-	AA-		C2			
	A1	A+	A+					CR03
	A2	A	A	R3	C3	R2	R3	CR04
	A3	A-	A-					CR05 CR06
	Baa1	BBB+	BBB+		C4			CR07
	Baa2	BBB	BBB	R4		R3	R4	CR08
	Baa3	BBB-	BBB-		C5			CR09 CR10
Sub/Non Investment Grade	Ba1	BB+	BB+		C6			CR11
	Ba2	BB	BB	R5	C7	R4		CR12
	Ba3	BB-	BB-		C8		R5	CR13
	B1	B+	B+		C9	R5		CR14 CR15
	B2	B	B	R6	D0			CR16
	B3	B-	B-		D1 D2	R6	R6	CR17
	Recovery	Caa	CCC	C		D3		R7
Ca				R7		R7		CR18
C		D	D		D4		R8	
			R8					

Rating bei Hypothekarkrediten

Beurteilungskriterien	Risikoklasse: sehr gut	Risikoklasse: gut	Risikoklasse: genügend	Risikoklasse: ungenügend
Anzahl Betreibungen innerhalb der letzten drei Jahre	keine	eine	zwei bis drei	mehr als drei
Dauer der Bankbeziehung	mindestens sechs Jahre	drei bis fünf Jahre	eins bis zwei Jahre	neu
Lebensstil des Kreditnehmers	sparsam	angepasst	aufwändig	verschwendend
Berufliche Entwicklung	steile Karriere	gute stabile Position	keine Entwicklung absehbar	unsichere Perspektiven
Finanzielle Planung	grosszügige Reserven vorhanden	realistische Planung	oberflächliche Planung	unrealistisches Budget
Eigenmitteleinsatz	über 40%	30% bis 40%	20% bis 30%	unter 20%
Tragbarkeit	unter 20%	20% bis 30%	30% bis 35%	über 35%

Bewertungs- Verfahren

Unternehmensbewertung Teil III

Bewertungsverfahren

Substanzorientierte Verfahren		Relevanz
Substanzwertmethoden	Substanzwertmethode zu Reproduktionswerten	hoch
	Substanzwertmethode zu Liquidationswerten	mittel
Gewinnorientierte Verfahren		Relevanz
Ertragswertmethoden	einfache Ertragswertmethode	hoch
	differenzierte Ertragswertmethode	mittel
	dynamisierte Ertragswertmethode	tief
	Interfinanzformel-Methode	tief
Mittelwertmethoden	einfache Mittelwertmethode	mittel
	modifizierte Mittelwertmethode (Praktikermethode)	hoch
Übergewinnmethoden	angelsächsischer Ansatz	tief
	Residual Income Model - static (statische verkürzte Goodwillrentenmethode)	tief
	Residual Income Model - dynamic (dynamische verkürzte Goodwillrentenmethode)	tief
	Economic-Value-Added-Methode (EVA)	hoch
Cashfloworientierte Verfahren		Relevanz
Discounted Cashflow Methode (DCF)	nach Weighted Average Capital Cost (WACC)	hoch
	nach Adjusted Present Value (APV)	mittel
	nach Flow-to-Equity (FTE)	mittel
Ausschüttungsorientierte Verfahren		Relevanz
Zero Growth Methode		tief
Constant-Growth-Methode		tief
Zweistufen Dividend-Discout-Methode		tief
Marktorientierte Verfahren		Relevanz
Market Value Added (MVA)		tief
Trading Multiples		mittel
Transaction Multiples		hoch
Übrige Verfahren		Relevanz
Venture-Capital-Methode		tief
Realoptions-Methode		tief
Earn-out-Methode		tief
Geschäftswertabschreibungsmethode		tief

Brutto-/Nettowerte

- Unternehmenswert Brutto (Entity)
 - stellt den Wert des Gesamtvermögens dar (UV + AV)
 - kein Miteinbezug der Finanzierungsstruktur
- Unternehmenswert Netto (Equity)
 - entspricht dem Wert des Eigenkapitals
 - berechnet sich indirekt aus Unternehmenswert Brutto abzüglich Fremdkapitalanteile
 - bei Berechnungen nach Ertragswertmethoden erfolgt eine direkte Berechnung

Substanzorientierte Verfahren

Unternehmensbewertung Teil III

Substanzorientierte Verfahren

- Substanzwertmethode zu Reproduktionswerten
- Substanzwertmethode zu Liquidationswerten

Substanzwertmethode

- Teil von Bewertungsmethoden
- Basis für die Beurteilung und das Ausscheiden von nicht-betrieblichen Unternehmensteilen
- Vergleichsgrösse für den Zukunftserfolgswert und Rentabilitätsmassstab
- Berechnungsbasis für die Ermittlung des Zukunftserfolges
- Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes
- Ausgangsgrösse für die Liquidationsbewertung
- Grundlage zur Feststellung von überschüssiger oder fehlender Substanz
- Basis für die Berechnung eines Finanzplans

III.1: Bewertung von Wertschriften

CHF 5'000'000 Bundesobligationen 3.5%, Kurs 102%

190'000 Aktien UBS AG, Kurs pro Aktie CHF 17.90

20'000 Aktien Siemens AG, Kurs pro Aktie EUR 109.- (Wechselkurs 1.16 CHF / EUR)

	Bundesobligationen	CHF	5'100'000.-
+	Aktien UBS AG	CHF	3'401'000.-
+	Aktien Siemens AG	CHF	2'528'800.-
=	Total Kurswert der Wertschriften	CHF	11'029'800.-
-	Buchwert der Wertschriften	CHF	- 10'800'000.-
=	Bewertungskorrektur	CHF	229'800.-

III.2: Bewertung von Forderungen

Die Bilanz weist Forderungen aus Leistungen (Debitoren) von CHF 8.6 Mio. auf, wobei die Delkredere-Rückstellungen auf CHF 700'000.- angesetzt sind. Dies ergibt einen Nettowert der Debitoren von CHF 7.9 Mio.

Per Bewertungsstichtag können die Brutto-Debitoren wie folgt aufgeteilt werden:

- bereits bezahlt	CHF	2'000'000.-
- Kategorie A: offen zwischen 60 und 90 Tage	CHF	3'400'000.-
- Kategorie B: offen zwischen 90 und 180 Tage	CHF	1'900'000.-
- Kategorie C: offen zwischen 180 und 360 Tage	CHF	800'000.-
- Kategorie D: offen über 360 Tage	CHF	500'000.-
- Total Buchwert der Debitoren	CHF	8'600'000.-

III.2: Bewertung von Forderungen

Bereits bezahlt	CHF	2'000'000.-
+ Kategorie A: bewertet zu 95%	CHF	3'230'000.-
+ Kategorie B: bewertet zu 90%	CHF	1'710'000.-
+ Kategorie C: bewertet zu 75%	CHF	600'000.-
+ Kategorie D: bewertet zu 50%	CHF	250'000.-
= Total Substanzwert der Debitoren	CHF	7'790'000.-
- Buchwert der Debitoren	CHF	-8'600'000.-
+ Delkredere-Rückstellungen	CHF	700'000.-
= Bewertungskorrektur	CHF	-110'000.-

III.3: Bewertung von Handelswaren

Bestand Handelswaren zu Einstandspreisen (inkl. Beschaffungskosten): CHF 5.4 Mio.

Unterbewertung um $33\frac{1}{3}\%$ (Warendrittel)

Tagespreis der Handelswaren: CHF 5.2 Mio.

Kalkulierte Beschaffungskosten: 6% des Einkaufspreises

+	Handelswaren zu Einstandspreisen	CHF	+ 5'400'000.-
-	Unterbewertung Warendrittel	CHF	- 1'800'000.-
-	Bewertete Handelswaren gem. Bilanz	CHF	= 3'600'000.-
	Tageseinstandspreis Handelswaren	CHF	= 5'512'000.-
-	Bewertungskorrektur	CHF	+ 1'912'000.-

III.4: Reproduktionswert (1)

Der Buchwert der Maschinen am Bewertungsstichtag beträgt CHF 500'000.-. Die Maschinen stehen seit vier Jahren im Betrieb und weisen eine Nutzungsdauer von zehn Jahren auf. Der Wiederbeschaffungsneuwert umfasst CHF 1'000'000.-.

Wiederbeschaffungsneuwert	CHF	1'000'000.-
- Abschreibungen 4 Jahre	CHF	- 400'000.-
= Reproduktionswert	CHF	600'000.-
- Buchwert der Maschinen	CHF	- 500'000.-
= Bewertungskorrektur	CHF	100'000.-

III.4: Reproduktionswert (1)

D	Reproduktionswert EDV-Anlage			00.-. Die
M	Anschaffungspreis bestehende EDV-Anlage	50'000	CHF	dauer von
Z	Gesamtnutzungsdauer der bestehenden EDV Anlage	4	Jahre	00.-.
	Alter der bestehenden EDV Anlage	2	Jahre	00.-
	Buchwert der bestehenden EDV-Anlage	25'000	CHF	00.-
	Anschaffungspreis neue gleichwertige EDV-Anlage	30'000	CHF	00.-
	Reproduktionswert	15'000	CHF	00.-
	Buchwert der Maschinen	CHF		00.-
	= Bewertungskorrektur		CHF	100'000.-

III.4: Reproduktionswert (1)

D	Reproduktionswert EDV-Anlage	100.000.-	Die
M	Reproduktionswert Kleinbagger		on
Z	Anschaffungspreis bestehender Kleinbagger	30'000	CHF
	Gesamtnutzungsdauer des bestehenden Kleinbaggers	10	Jahre
	Alter des bestehenden Kleinbaggers	6	Jahre
Buc	Buchwert der bestehenden Kleinbagger	12'000	CHF
Ans	Anschaffungspreis neuer gleichwertiger Kleinbagger	80'000	CHF
Rep	Reproduktionswert Kleinbagger	32'000	CHF
=	Bewertungskorrektur	CHF	100'000.-

III.6: Reproduktionswert (2)

Sie werden im Rahmen einer M&A-Mandats beauftragt, den Reproduktionswert einer vor 7 Jahren für CHF 120'000.- beschafften Anlage zu ermitteln. Der heutige Beschaffungspreis der entsprechenden Anlage beträgt CHF 195'000.- wobei zu beachten ist, dass die heutige Anlage eine um 30% höhere Kapazität ausweist als die vor sieben Jahren beschaffte Anlage. Die Nutzungsdauer der Anlage wird auf 10 Jahre geschätzt.

Ermitteln Sie ausgehend von den vorstehenden Informationen den Reproduktionswert der Maschine und weisen diesen auf Franken genau aus.

III.6: Reproduktionswert (2)

Alter der bestehenden Anlage	7	Jahre
Nutzungsdauer der Anlage	10	Jahre
Neupreis des Nachfolgemodells	195'000	CHF
Kapazität neue Anlage	130%	
Wiederbeschaffungsneuwert	150'000	CHF
Reproduktionswert	45'000	CHF

III.7: Reproduktionswert (3)

heutiger Kaufpreis Nachfolgemodell:	420'000.-
Kapazität des Nachfolgemodells:	80% der alten Anlage
Anschaffungspreis der alten Anlage:	550'000.-
Alter der alten Anlage:	7 Jahre
geschätzte Nutzungsdauer:	12 Jahre

Reproduktionswert (Wiederbeschaffungswert)?

III.7: Reproduktionswert (3)

Anschaffungspreis der alten Anlage:	550'000
Alter der alten Anlage:	7 Jahre
geschätzte Nutzungsdauer:	12 Jahre
heutiger Kaufpreis eines Nachfolgemodells:	420'000
Kapazität der neuen Anlage:	80% der alten Anlage
Wiederbeschaffungsneuwert einer Anlage mit analoger Leistung:	525'000
Anteilige Abschreibungen (7/12)	-306'250
Reproduktionswert (Wiederbeschaffungswert)	218'750

III.8: Reproduktionswert (4)

Eine 5 Jahre alte Maschine, welche ursprünglich 1.375 Mio. Euro gekostet hatte, soll zum Reproduktionswert bewertet werden. Der beim Kauf angewendete Wechselkurs betrug CHF 1.60 je Euro. Die Nutzungsdauer der Anlage ist mit 12 Jahren veranschlagt, über welche die Anlage linear auf einen Restwert von CHF 550'000.- abgeschrieben wird.

Der Neupreis einer analogen Maschine, welche aber eine Leistung von 120% der alten Anlage aufweist, beträgt gemäss Hersteller 1'450'000.- Euro. Der aktuelle Wechselkurs ist mit 1.20 CHF je Euro anzusetzen.

Berechnen Sie den Reproduktionswert der bestehenden Maschine und weisen diesen auf Franken genau aus.

III.8: Reproduktionswert (4)

Kaufpreis in EURO	1'375'000	EURO	
Wechselkurs	1.60	CHF je EURO	
Kaufpreis in CHF	2'200'000	CHF	100%
Restwert	550'000	CHF	25%
Nutzungsdauer	12	Jahre	
<hr/>			
Neupreis der Anlage in EURO	1'450'000	EURO	
Wechselkurs	1.20	CHF je EURO	
Neupreis der Anlage in CHF	1'740'000	CHF	
Leistung einer neuen Anlage	120%		
Wiederbeschaffungsneuwert	1'450'000	CHF	100%
Restwert	362'500	CHF	25%
Abschreibungen pro Jahr	90'625	CHF pro Jahr	
Abschreibungssumme 5 Jahre	-453'125	CHF	
Reproduktionswert	996'875	CHF	

III.9: Reproduktionswert (5)

Ursprünglicher Kaufpreis einer Anlage:	282'500 CHF
Nutzungsdauer:	6 Jahre
Alter der bestehenden Anlage:	4 Jahre
Restwert nach 6 Jahren:	28'250 CHF
Kaufpreis einer neuen Anlage:	258'750 CHF
Leistung gegenüber der alten Anlage:	115%

Ermitteln Sie den Reproduktionswert unter Berücksichtigung der Restwertangleichung.

III.9: Reproduktionswert (5)

Ursprünglicher Kaufpreis einer Anlage:	282'500	CHF	100%
Nutzungsdauer:	6	Jahre	
Alter der bestehenden Anlage:	4	Jahre	
Restwert nach 6 Jahren:	28'250	CHF	10%
Kaufpreis einer neuen Anlage:	258'750	CHF	
Leistung gegenüber der alten Anlage:	115%		
Wiederbeschaffungsneuwert:	225'000	CHF	100%
Restwert:	22'500	CHF	10%
Abschreibungen pro Jahr:	33'750	CHF	
Abschreibungen für 4 Jahre:	135'000	CHF	
<hr/>			
Reproduktionswert	90'000	CHF	
<hr/>			

Hedonische Bewertung am Beispiel Immobilien

Hedonischer Bewertungsansatz

Objekt

- Nettonutzfläche
- Zustand
- Ausbaustandard
- Baujahr
- Bauperiode
- Umbauter Raum
- Grundstückfläche

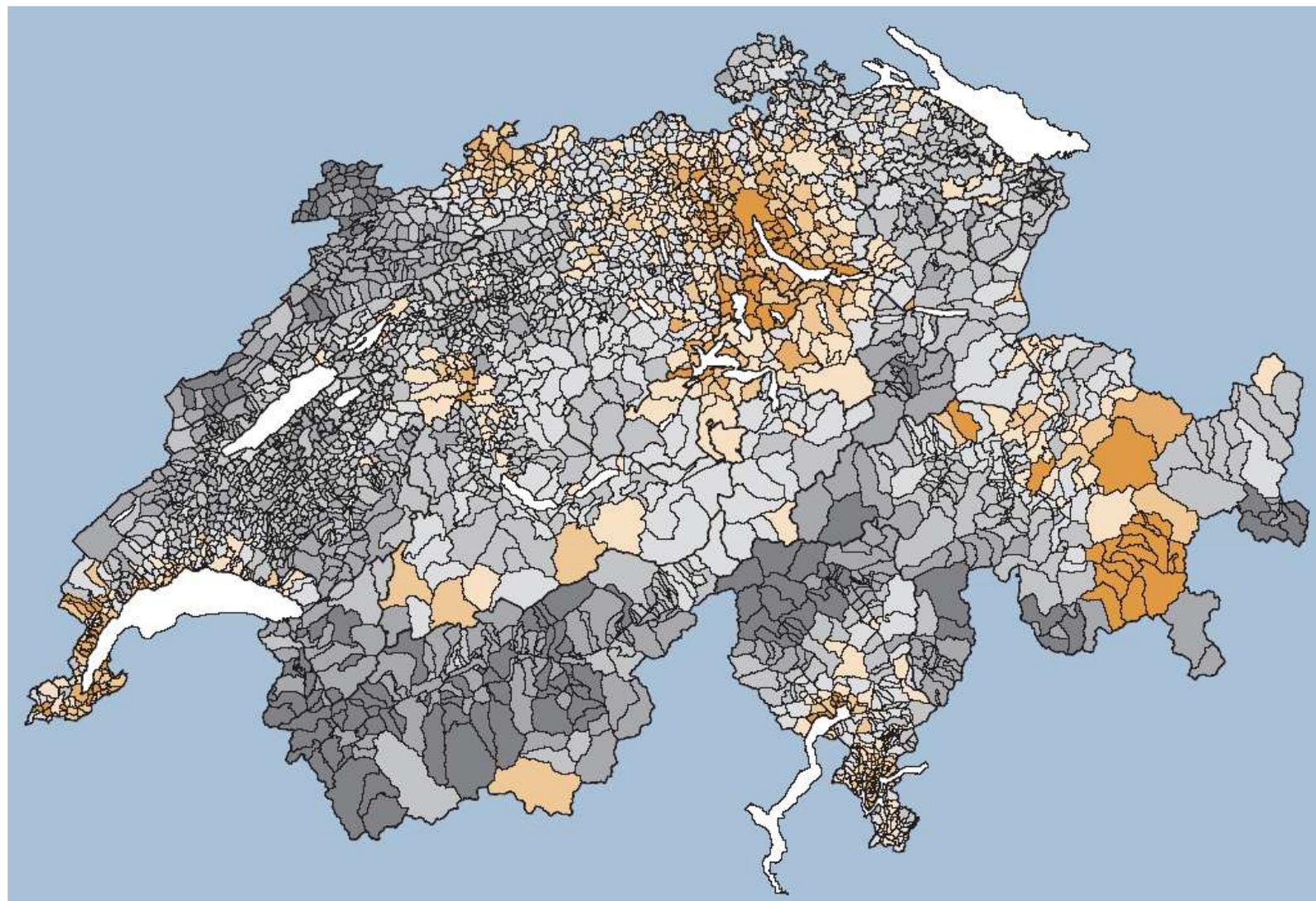
Mikrolage

- Standortimage
- Immissionen
- Besonnung
- Lageklasse

Makrolage

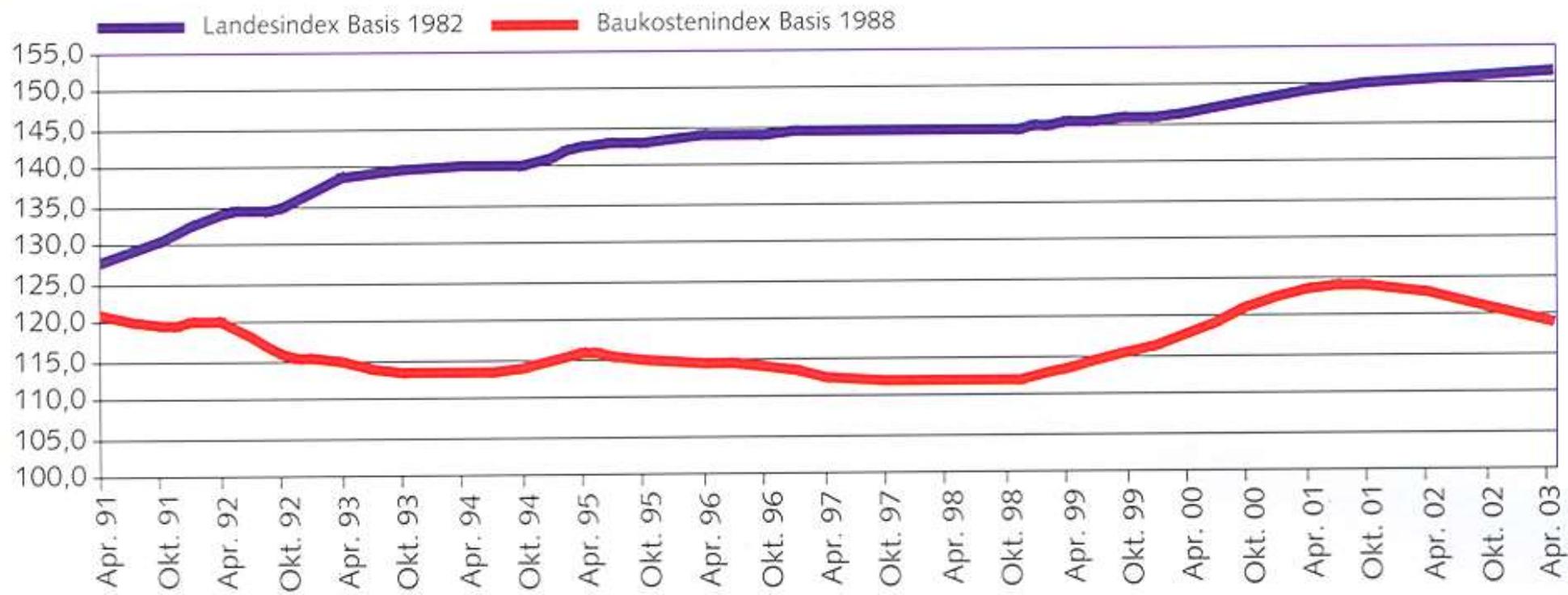
- Erreichbarkeit
- Arbeitsmarkt
- Steuerniveau
- Gemeindetyp
- Preisniveau der Gemeinde bzw. der Region

Hedonischer Bewertungsansatz



Indexierte Bewertung am Beispiel Immobilien

Konsumentenpreisindex / Baukostenindex



GIS- und GEO-Portale

- Luzern: <https://www.geo.lu.ch/map/gefahrenkarte/>
- Zürich: <https://maps.zh.ch/>
- Bern: https://www.map.apps.be.ch/pub/synserver?project=a42pub_ngkat&userprofile=geo&client=core&language=de

III.13: Bewertung einer Betriebsliegenschaft

Eine Betriebsliegenschaft weist einen Buchwert von CHF 2'000'000.- auf. Die Grundstücksfläche beträgt 5'000 m², wobei der Preis pro m² bei CHF 120.- liegt. Die heutigen Baukosten betragen CHF 2'500'000.-. Die Nutzungsdauer der Liegenschaft wird auf 30 Jahre geschätzt, wobei das Gebäude 12 Jahre alt ist.

Heutige Baukosten	CHF	2'500'000.-
- Abschreibungen	CHF	- 1'000'000.-
= Reproduktionswert Gebäude	CHF	1'500'000.-
+ Marktwert des Landes	CHF	600'000.-
= Reproduktionswert Betriebsliegenschaft	CHF	2'100'000.-
- Buchwert der Betriebsliegenschaft	CHF	- 2'000'000.-
= Bewertungskorrektur	CHF	100'000.-

III.14: Bewertung einer Renditeliegenschaft

Der Buchwert der Renditeliegenschaft beträgt ohne Landanteil CHF 3'000'000.-.

Die Hypothek auf der Liegenschaft ist CHF 1'500'000.-.

Die Baukosten beliefen sich vor fünf Jahren auf CHF 3'500'000.-. Seither ist von einer Teuerung der Baukosten für die Renditenliegenschaft von insgesamt CHF 100'000.- auszugehen.

Der Landpreis umfasst heute CHF 600'000.-, wobei der Buchwert bei CHF 450'000.- liegt.

Die Mietzinseinnahmen belaufen sich auf CHF 40'000.- pro Monat.

Die Nutzungsdauer wird auf 50 Jahre geschätzt und es soll ein Kapitalisierungszinssatz von 10% angewendet werden.

III.14: Bewertung einer Renditeliegenschaft

Baukosten vor 5 Jahren	CHF	3'500'000.-
Baukostenteuerung	CHF	100'000.-
= Baukosten heute	CHF	3'600'000.-
- Abschreibungen 5 Jahre bei Nutzung 50 Jahre	CHF	-360'000.-
= Reproduktionswert (ohne Land)	CHF	3'240'000.-
+ Landwert am Bewertungsstichtag	CHF	600'000.-
= Reproduktionswert der Renditeliegenschaft	CHF	3'840'000.-
Ertragswert der Renditeliegenschaft	CHF	4'800'000.-
= Verkehrswert der Renditeliegenschaft	CHF	4'480'000.-
- Buchwert der Renditeliegenschaft	CHF	-3'000'000.-
- Buchwert Land	CHF	-450'000.-
= Bewertungskorrektur	CHF	1'030'000.-

Rückstellungen

- Garantierückstellungen
- Verluste aus Liefer- und Abnahmeverpflichtungen
- Pensionsverpflichtungen, Personalvorsorge
- Abgangsentschädigungen für das Personal
- Rückstellungen für vorgesehene Restrukturierungsmassnahmen (z.B. Sozialpläne)
- Grossreparaturen und Instandhaltungsarbeiten
- Rückvergütungen, Provisionen, Gratifikationen
- Rückstellungen für Prozesse und Prozessrisiken
- Rückstellungen für latente Steuern

III.15: Latente Steuern

Berechnung
30%, wenn

		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Bilanzposition	1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855	0.847	0.840	0.833
	2	0.980	0.961	0.943	0.925	0.907	0.890	0.873	0.857	0.842	0.826	0.812	0.797	0.783	0.769	0.756	0.743	0.731	0.718	0.706	0.694
	3	0.971	0.942	0.915	0.889	0.864	0.840	0.816	0.794	0.772	0.751	0.731	0.712	0.693	0.675	0.658	0.641	0.624	0.609	0.593	0.579
	4	0.961	0.924	0.888	0.855	0.823	0.792	0.763	0.735	0.708	0.683	0.659	0.636	0.613	0.592	0.572	0.552	0.534	0.516	0.499	0.482
Maschinen	5	0.951	0.906	0.863	0.822	0.784	0.747	0.713	0.681	0.650	0.621	0.593	0.567	0.543	0.519	0.497	0.476	0.456	0.437	0.419	0.402
	6	0.942	0.888	0.837	0.790	0.746	0.705	0.666	0.630	0.596	0.564	0.535	0.507	0.480	0.456	0.432	0.410	0.390	0.370	0.352	0.335
Mobilien	7	0.933	0.871	0.813	0.760	0.711	0.665	0.623	0.583	0.547	0.513	0.482	0.452	0.425	0.400	0.376	0.354	0.333	0.314	0.296	0.279
	8	0.923	0.853	0.789	0.731	0.677	0.627	0.582	0.540	0.502	0.467	0.434	0.404	0.376	0.351	0.327	0.305	0.285	0.266	0.249	0.233
Fahrzeuge	9	0.914	0.837	0.766	0.703	0.645	0.592	0.544	0.500	0.460	0.424	0.391	0.361	0.333	0.308	0.284	0.263	0.243	0.225	0.209	0.194
	10	0.905	0.820	0.744	0.676	0.614	0.558	0.508	0.463	0.422	0.386	0.352	0.322	0.295	0.270	0.247	0.227	0.208	0.191	0.176	0.162
Rückstellungen	11	0.896	0.804	0.722	0.650	0.585	0.527	0.475	0.429	0.388	0.350	0.317	0.287	0.261	0.237	0.215	0.195	0.178	0.162	0.148	0.135
	12	0.887	0.788	0.701	0.625	0.557	0.497	0.444	0.397	0.356	0.319	0.286	0.257	0.231	0.208	0.187	0.168	0.152	0.137	0.124	0.112
Total	13	0.879	0.773	0.681	0.601	0.530	0.469	0.415	0.368	0.326	0.290	0.258	0.229	0.204	0.182	0.163	0.145	0.130	0.116	0.104	0.093
	14	0.870	0.758	0.661	0.577	0.505	0.442	0.388	0.340	0.299	0.263	0.232	0.205	0.181	0.160	0.141	0.125	0.111	0.099	0.088	0.078
Total	15	0.861	0.743	0.642	0.555	0.481	0.417	0.362	0.315	0.275	0.239	0.209	0.183	0.160	0.140	0.123	0.108	0.095	0.084	0.074	0.065
	16	0.853	0.728	0.623	0.534	0.458	0.394	0.339	0.292	0.252	0.218	0.188	0.163	0.141	0.123	0.107	0.093	0.081	0.071	0.062	0.054
	17	0.844	0.714	0.605	0.513	0.436	0.371	0.317	0.270	0.231	0.198	0.170	0.146	0.125	0.108	0.093	0.080	0.069	0.060	0.052	0.045
	18	0.836	0.700	0.587	0.494	0.416	0.350	0.296	0.250	0.212	0.180	0.153	0.130	0.111	0.095	0.081	0.069	0.059	0.051	0.044	0.038
	19	0.828	0.686	0.570	0.475	0.396	0.331	0.277	0.232	0.194	0.164	0.138	0.116	0.098	0.083	0.070	0.060	0.051	0.043	0.037	0.031
	20	0.820	0.673	0.554	0.456	0.377	0.312	0.258	0.215	0.178	0.149	0.124	0.104	0.087	0.073	0.061	0.051	0.043	0.037	0.031	0.026

Bilanzpositionen	Buchwerte	Reproduktionswerte	Steuerwerte	Basis für latente Steuer	latente Steuern
Maschinen	5'000	5'800	5'300		
Mobilien	7'000	7'900	7'300		
Fahrzeuge	2'000	2'000	2'000		
Rückstellungen	-6'000	-5'000	-5'100		
Total					

III.16: Substanzwertmeth. und latente Steuern

Berechnen Sie den Substanzwert (Brutto und Netto) folgender Firma:

Bilanz Ende 2017 (extern)

liquide Mittel	2	kurzfristiges Fremdkapital	5
Forderungen	3	langfristiges Fremdkapital	3
Vorräte	3		
materielles Anlagevermögen	7	Grundkapital	7
immaterielles Anlagevermögen	2	Reserven	5
finanzielles Anlagevermögen	3		
	20		20
	20		20

Informationen zur Bilanz:

- Steuern: 33.3% vom Gewinn vor Steuern und Zinsen, latente Steuern werden mit dem halben Steuersatz berechnet.
- Stille Reserven: Im materiellen Anlagevermögen sind stille Reserven von 6 enthalten.

III.16: Substanzwertmeth. und latente Steuern

Bilanz Ende 2017 (extern)

liquide Mittel	2	kurzfristiges Fremdkapital	5
Forderungen	3	langfristiges Fremdkapital	3
Vorräte	3	latente Steuern	1
materielles Anlagevermögen	13	Grundkapital	7
immaterielles Anlagevermögen	2	Reserven	10
finanzielles Anlagevermögen	3		
	<hr/> 26 <hr/>		<hr/> 26 <hr/>

Substanzwert (brutto) = 26

Substanzwert (netto) = 26 - 9 = 17

Substanzwert (netto) = 7 + 10 = 17

Goodwillpositionen

Goodwill-Positionen in CH-Unternehmungen

Titel	Goodwill (Mio. CHF)	Goodwill (in % des Eigenkapitals)	Stichtag
ABB	3'826	156%	30.09.02
Adecco	2'292	128%	Ende 01
Nestlé	25'253	75%	Ende 01
Richemont	8'366	72%	31.03.02
Clariant	1'372	70%	Ende 01
Swiss Life	1'727	44%	Mitte 02
Givaudan	1'055	38%	Ende 01
CS	11'815	36%	30.09.02
Ciba	1'382	32%	Ende 02
UBS	12'181	30%	30.09.02
Swisscom	2'014	26%	30.09.02
Sulzer	312	26%	Mitte 02
Unaxis	410	25%	Ende 01
Holcim	2'406	23%	Ende 01
Syngenta	1'213	22%	Ende 01
Swiss Re	3'776	21%	Mitte 02
Roche	5'358	20%	Mitte 02
Swatch	206	6%	Ende 01
Novartis	3'267	6%	Ende 02
SGS	58	6%	Ende 01
Zurich	1'119	6%	Mitte 02
Lonza	60	5%	Ende 02
Bâloise	104	2%	Mitte 02
Serono	24	1%	Ende 01
Julius Bär	4	0,3%	Mitte 02
Kudelski	0	0%	Ende 01

Gewinnorientierte Verfahren

Unternehmensbewertung Teil IV

Gewinnorientierte Verfahren

- Ertragswertmethoden
 - einfache Ertragswertmethode
 - differenzierte Ertragswertmethode
 - Interfinanzformel-Methode
- Mittelwertmethoden
 - einfache Mittelwertmethode
 - modifizierte Mittelwertmethode (Praktikermethode)
- Übergewinnmethoden
 - angelsächsischer Ansatz
 - Residual Income Model - static (statische verkürzte Goodwillrentenmethode)
 - Residual Income Model - dynamic (dynamische verkürzte Goodwillrentenmethode)
 - Economic-Value-Added-Methode (EVA)

Ertragswert

- Berechnung

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{zukünftiger Erfolg}}{\text{Kapitalisierungszinsfuß}}$$

- Einflussfaktoren
 - Ertragsschätzung
 - Zukunftsperspektiven
 - Kapitalisierungszinsfuß

Kapitalisierungszinssatz

- Das im Unternehmen investierte Kapital muss mindestens die Rendite einer **langfristigen risikolosen Anlage** erbringen.
- Für **Branchen mit hohem Risiko** ist ein Zuschlag auf den Zinssatz einzubeziehen.
- Das spezifische **Unternehmensrisiko** - etwa in Form der Kapitalstruktur, vertragliche Bindungen, Investitionsrisiko, Marktrisiko, Produktionsrisiko - führt ebenfalls zu einem Zuschlag. Je höher das Unternehmensrisiko ist, desto höher fällt der Zinssatz aus.
- Einen Zuschlag verursacht auch die **erschwerete Verkäuflichkeit** eines nichtbörsenkotierten Unternehmens.

Zukunftsgewinn

- Erfolgskorrekturen auf
 - Abschreibungen Sachanlagen
 - Veränderung Warenreserven
 - Bezüge der Geschäftsleitung
 - Zinserfolg
 - Steuern

Mittelwertmethoden (Praktikermethoden)

einfache Mittelwertmethode

$$\text{Wert} = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{2}$$

modifizierte Mittelwertmethode

$$\text{Wert} = \frac{2 \cdot \text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{3}$$

Übergewinnmethoden (angelsachsische Ansatz)

Berechnung des Übergewinns, welcher mit dem doppelten Zinssatz kapitalisiert wird.

$$\text{Übergewinn} = \text{Zukunftserfolg} - (\text{Substanzwert} \cdot i)$$

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Übergewinn}}{2 \cdot i} + \text{Substanzwert}$$

Übergewinnmethode (verkürzte Goodwillrente)

Übergewinnverrentung ohne Zinseszinsen

$$\text{Übergewinn} = \text{Zukunftserfolg} - (\text{Substanzwert} \cdot i)$$

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Substanzwert} + n \cdot \text{Übergewinn}$$

n = Anzahl Jahre, innert deren der Goodwill abgeschrieben werden soll

Übergewinnmethode (verkürzte Goodwillrente)

Übergewinnverrentung mit Zinseszinsen

$$\text{Übergewinn} = \text{Zukunftserfolg} - (\text{Substanzwert} \cdot i)$$

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Substanzwert} + a_n \cdot \text{Übergewinn}$$

a_n = nachschüssiger Rentenbarwertfaktor.

Cashfloworientierte Verfahren

Unternehmensbewertung Teil V

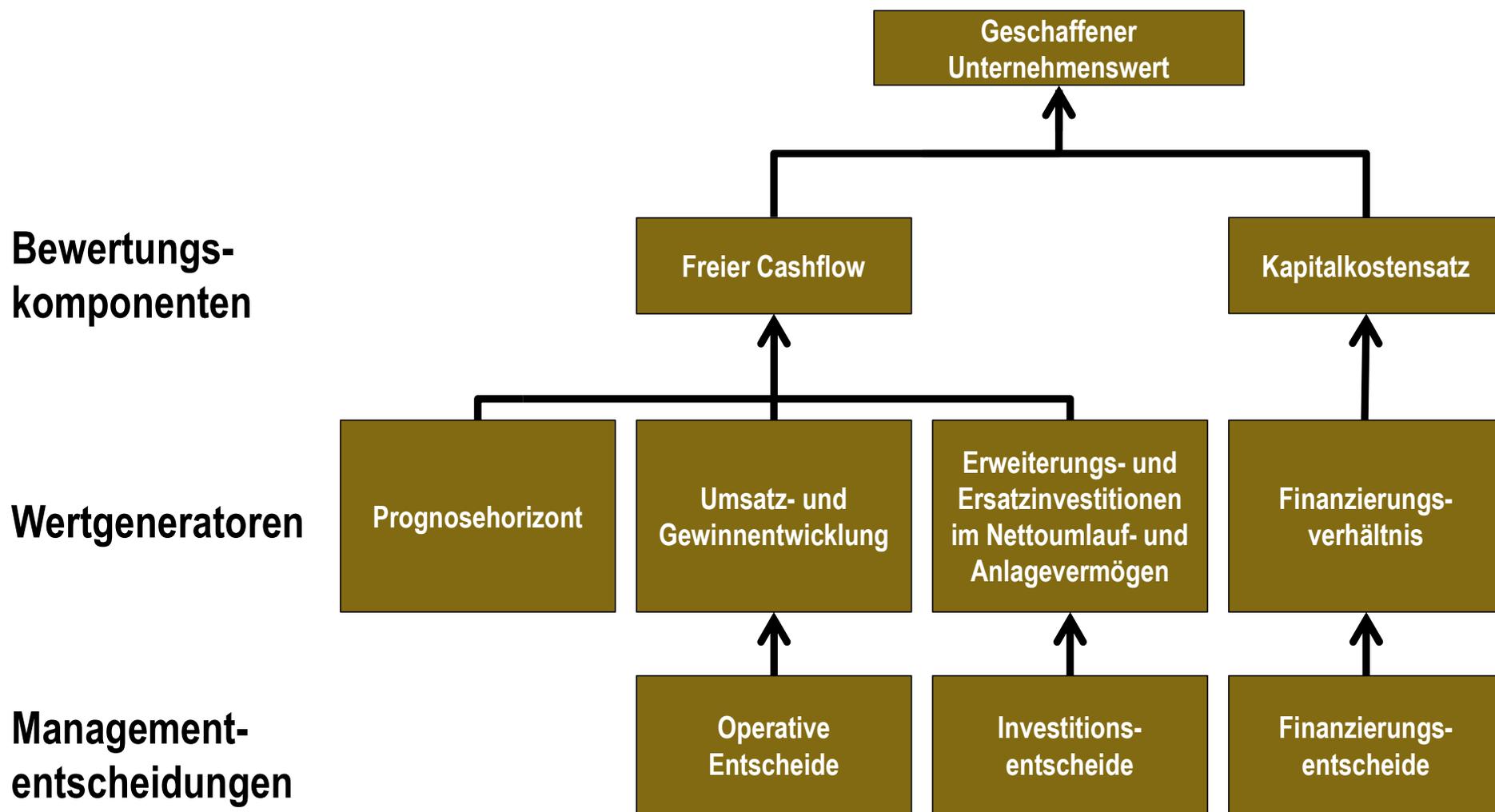
Das Shareholder-Value-Konzept

- Im Mittelpunkt stehen die Interessen der Anteilseigner.
- Managemententscheidungen werden an der erzielten Steigerung des Unternehmenswertes gemessen.
- Nicht nur der Gewinn, sondern primär die Anteilswertsteigerung gilt als Kernpunkt der Unternehmensführung.



Alfred Rappaport

Wertsteigerungs-Netzwerk von Rappaport



Management-Entscheidungen nach Rappaport

Bilanz

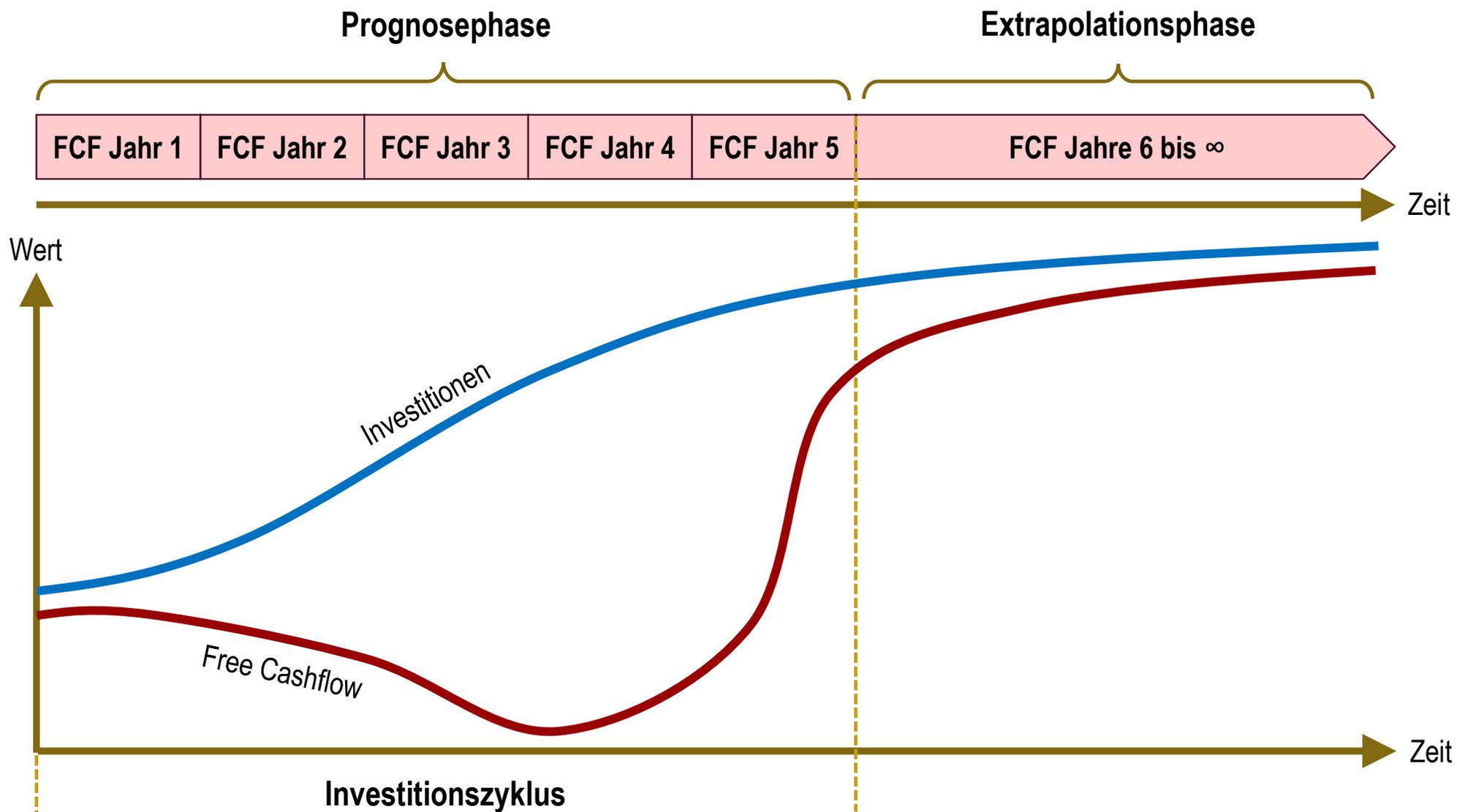
Umlaufvermögen	Kurzfristige Verbindlichkeiten
	Langfristige Verbindlichkeiten
Anlagevermögen	Eigenkapital

Erfolgsrechnung

Aufwand	Ertrag
---------	--------

-  Operative Entscheide
-  Investitionsentscheide
-  Finanzierungsentscheide

Konzept der DCF-Methode



Bewertungsdurchführung

- SGE (Strategische Geschäftseinheiten)
 - eigenständige Marktaufgabe
 - unabhängige Lebensfähigkeit
- Bewertung anhand des 'Free Cashflows'
- Aufbau des Gesamtunternehmen-Portfolio
 - Unternehmenswert
 - Mittelbindung
 - Erfolgsbeitrag
 - etc.

Die Discounted Cashflow-Methode

Bei der Discounted Cashflow-Methode (DCF-Methode) wird der Unternehmenswert als Barwert der zukünftigen freien Cashflows bestimmt.

Positionierung der DCF-Methode

- geeignet zur Ermittlung von Entscheidungswerten für Unternehmen mit unregelmässigen Investitionszyklen:
 - vor Verkauf wurden grosse Investitionen getätigt
 - => zum Bewertungszeitpunkt hoher Abschreibungsbedarf
 - => tiefer Gewinn
 - nach Verkauf stehen grosse Investitionen an
 - => zum Bewertungszeitpunkt kleiner Abschreibungsbedarf
 - => hoher Gewinn

Ausprägungen Cashfloworientierter Verfahren

- Discounted Cashflow Methode (DCF)
 - nach Weighted Average Capital Cost (WACC)
 - nach Adjusted Present Value (APV)
 - nach Flow-to-Equity (FTE)

Komponenten der DCF-Methode

- Prognosezeitraum
- Free Cashflows
- Kapitalkosten
- Residualwert

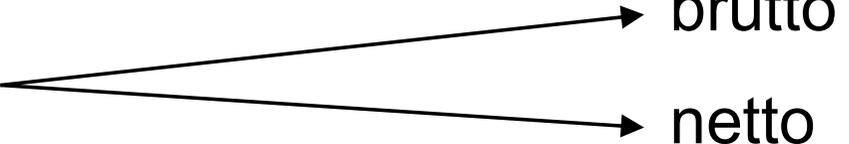
Komponente 1: Prognosehorizont

3. Prognosehorizont

- In der Praxis hat sich ein Prognosehorizont von 5 Jahren eingespielt.
- Der Prognosehorizont sollte im Minimum einen Investitionszyklus abdecken, wobei er bei sich überlappenden Investitionszyklen verkürzt werden kann.

Komponente 2: Freie Cashflow

1. Free Cashflow

- freie Mittel, welche die Unternehmung dem Kapitalanleger zur Verfügung stellt (= max. Ausschüttungsbetrag)
- nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel
- Basis für Unternehmenswertsteigerung und Dividendenzahlung sowie Garant für die Wertgenerierung der Eigenkapitalgeber
- Formen des Free Cashflow
 

Berechnung des «Free Cashflows»

Steuereffektiv

EBIT DA
 - Steueraufwand
 + Zunahme Steuerrückstellungen
 - Abnahme Steuerrückstellungen
 + Zunahme übrige Rückstellungen
 - Abnahme übrige Rückstellungen

= operativer Cashflow NUV vor Zinsen nach effektiven Steuern
 - Zunahme NUV
 + Abnahme NUV

- Zunahme AV	Erweiterung
+ Abnahme AV	
- Abschreibungen	Ersatz

= Free Cashflow Entity nach effektiven Steuern
 - Zinsaufwand

 + Zunahme finanzielles Fremdkapital
 - Abnahme finanzielles Fremdkapital

= Free Cashflow Equity nach effektiven Steuern

Steueradjustiert

EBIT DA
 - Adjustierte Steuern
 EBIT • s oder EBIT • s / (1 + s)

 + Zunahme übrige Rückstellungen
 - Abnahme übrige Rückstellungen

= operativer Cashflow NUV vor Zinsen nach adjustierten Steuern
 - Zunahme NUV
 + Abnahme NUV

- Zunahme AV	Erweiterung
+ Abnahme AV	
- Abschreibungen	Ersatz

= Free Cashflow Entity nach adjustierten Steuern
 - Zinsaufwand
 + Steuereffekt auf Zinsen («Tax Shield»)
 + Zunahme finanzielles Fremdkapital
 - Abnahme finanzielles Fremdkapital

= Free Cashflow Equity nach adjustierten Steuern

Free Cashflow Brutto (Entity-Approach)

	Entity-Ansatz (Bruttomethode)	Equity-Ansatz (Netto-Methode)
Berücksichtigung der effektiven Steuern	<u>Merkmale:</u> Berücksichtigung der effektiven Steuern sowie der Veränderungen der Steuerrückstellungen	<u>Merkmale:</u> Berücksichtigung der effektiven Steuern sowie der Veränderungen der Steuerrückstellungen Berücksichtigung der Veränderungen des Fremdkapitals
Berücksichtigung der adjustierten Steuern	<u>Merkmale:</u> Berücksichtigung der adjustierten Steuern (EBIT • Ertragssteuersatz) und keine Berücksichtigung der Veränderungen der Steuerrückstellungen	<u>Merkmale:</u> Berücksichtigung der adjustierten Steuern (EBIT • Ertragssteuersatz) und keine Berücksichtigung der Veränderungen der Steuerrückstellungen Berücksichtigung der Veränderungen des Fremdkapitals

2,3 Milliarden Franken Schulden für Sunrise



Sunrise wird in den nächsten Jahren hohe Schulden zu tragen haben. Ein Grossteil des Preises, den der neue Besitzer CVC für die Telecomanbieterin bezahlt hat, wird ihr nämlich als Fremdkapital aufgebürdet. Gemäss CVC schultert Sunrise 2,3 Milliarden Franken in Form von Krediten und Obligationen, die zwischen 2016 und 2018 fällig werden. Das sind rund zwei Drittel des Kaufpreises.

Der bilanzierte Eigenkapitalanteil von Sunrise liege bei rund einem Drittel und komme von CVC, erklärte der Finanzinvestor gegenüber der Nachrichtenagentur AWP. Aus dem Kredit-Rating von Standard & Poor's (S&P) geht jedoch hervor, dass es sich dabei um hybride Finanzierungsinstrumente handelt. Diese betrachte Standard & Poor's als langfristiges und sehr nachrangiges Fremdkapital, das gewisse Eigenkapital-Charakteristika aufweist.

Um sämtliche Schulden inklusive hybridem Kapital abzuzahlen, muss Sunrise während fast sieben Jahren den gesamten operativen Gewinn (Ebitda) einsetzen, ohne in dieser Zeit auch nur eine Investition getätigt zu haben. Ein solcher Verschuldungsgrad sei «sehr sportlich», urteilt Vontobel-Analyst Dominik Meyer. S&P kommt für die Holding-Gesellschaft von Sunrise zu einem langfristigen Kreditrating von BB-, was als nicht mehr investitionswürdig gilt. (SDA)

Quelle: Tages-Anzeiger vom 6.10.2010, Seite 41

Komponente 3: Die Kapitalkosten

Gewichtete Gesamtkapitalkosten (WACC)

Renditeerwartungen der Fremdkapitalgeber



Zinssatz für Fremdkapital

Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber



Zinssatz für Eigenkapital

Gewichtung der Zinssätze im Verhältnis der Fremd- und Eigenkapitalanteile



Gewichteter Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital)

Kapitalkosten: Gesamtkapitalkosten

Ermittlung des Diskontierungszinssatz:

gewichtete Kapitalkosten (WACCs)

Berechnung:

$$WACCs = FFG \cdot \underbrace{k_{FK}}_{\text{Bankzinssatz}} \cdot \underbrace{(1 - s)}_{\text{Steuereffekt}} + EFG \cdot k_{EK}$$

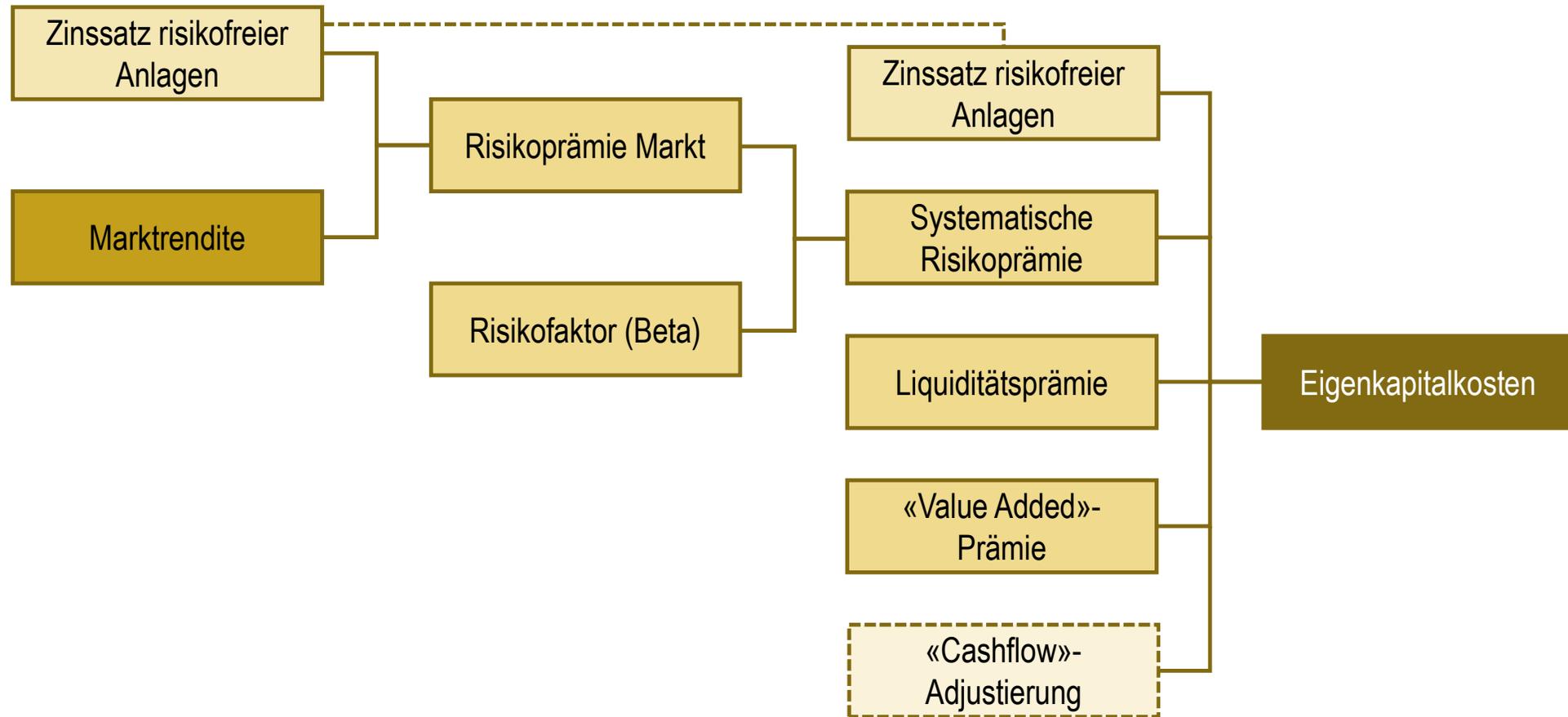
basiert auf Gewichtungsverhältnis der Kapitalkosten;
widerspiegelt langfristig anvisierte Kapitalstruktur.

Kapitalkosten: Eigenkapitalkosten

Berechnung der Eigenkapitalkosten basierend auf Capital Asset Pricing Model

$$k_{EK} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

- R_f risikofreier Kapitalmarktzins (Rendite von Staatsanleihen)
- R_m erwartete Rendite des Gesamtmarktes
- β Beta, branchenabhängiger Korrekturfaktor der individuellen Rendite



Kapitalkosten: Rendite Staatsanleihen



Kapitalkosten: Eigenkapitalkosten

Berechnung der Eigenkapitalkosten basierend auf Capital Asset Pricing Model

$$k_{EK} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

- R_f risikofreier Kapitalmarktzins (Rendite von Staatsanleihen)
- R_m erwartete Rendite des Gesamtmarktes
- β Beta, branchenabhängiger Korrekturfaktor der individuellen Rendite

2. Kapitalkosten: β -Werte

Beta ist ein Mass für Kursschwankungen einer Aktie.

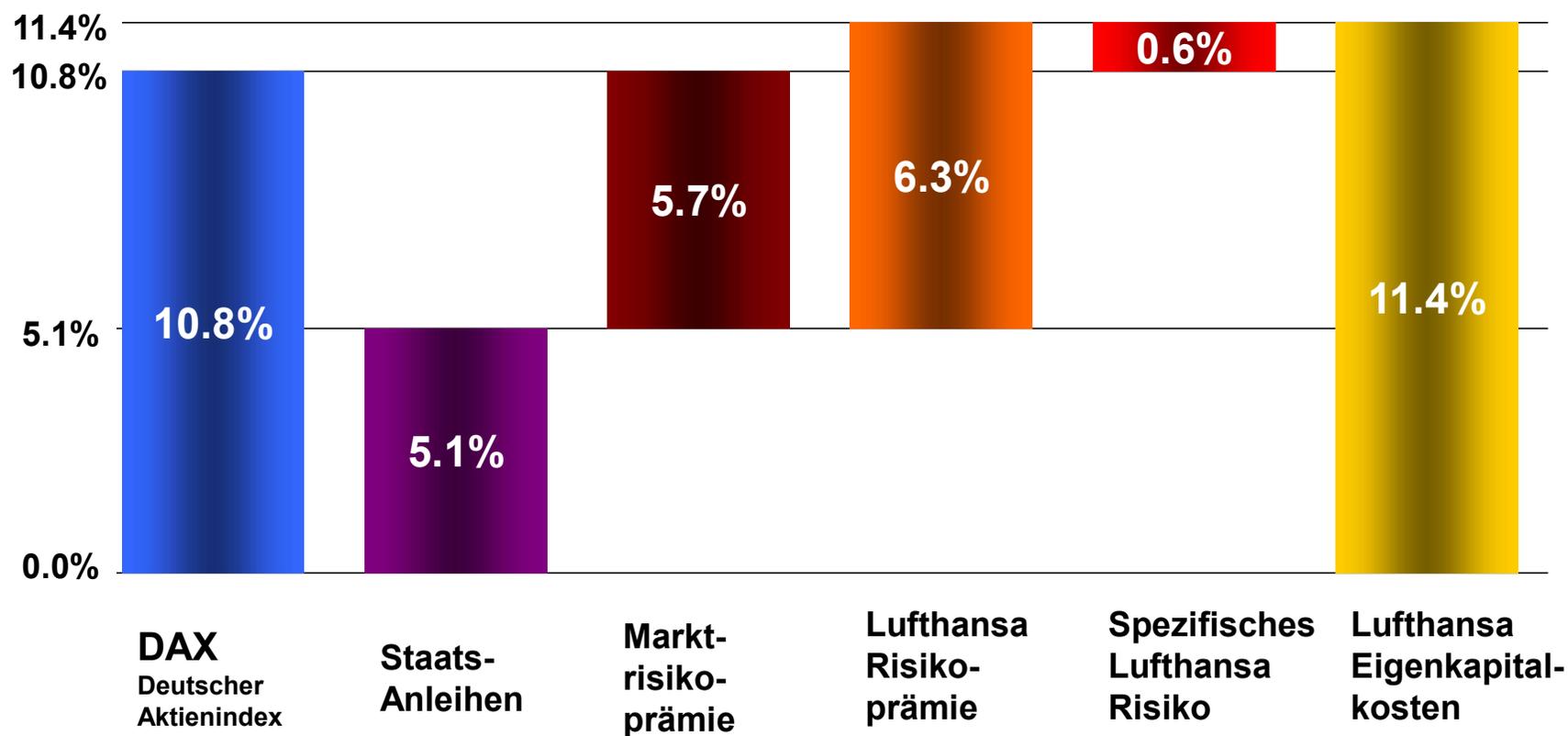
Höchste β -Werte auf Basis des SMI (2006):

- Swiss Life 2.9
- ABB 2.5
- Zürich Financial Services 2.3
- Bâloise 2.0

Kapitalkosten: Beispiele Beta-Werte (DAX)

	1997	1999
Bayer	1,3695	0,7600
RWE	1,0593	0,3700
Lufthansa	1,0037	0,4000
Dax	1,0000	1,0000
Daimler	0,9912	0,6900
Volkswagen	0,9851	0,6100
BMW	0,8936	0,7200
Siemens	0,7746	1,2300
Thyssen	0,7286	0,6900
Karstadt	0,6413	0,7200

Kapitalkosten: Beispiel Lufthansa (Beta = 1.1)



Kapitalkosten: Beta-Ermittlung

Verfahren zur β -Ermittlung bei nicht börsenkotierten Unternehmungen



Damodaran

Betas verschiedener Branchen

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html



Aswath Damodaran

Stern School of Business at New York University

Risikogerechte Kapitalkosten

Berechnung der Eigenkapitalkosten basierend auf Capital Asset Pricing Model

$$k_{EK} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \alpha$$

k_{EK} Risikogerechter Eigenkapitalkostensatz

R_f Risikofreier Kapitalmarktzins (Staatsanleihen)

R_m Erwartete Rendite des Gesamtmarktes

β Beziehung zwischen der Kursentwicklung einer Aktie und einem Index. Zeigt die Sensitivität des Aktienkurses auf die Veränderung des Indexstands. Aus dieser Sensitivität kann das individuelle Risiko einer Unternehmung abgeleitet werden.

2. Kapitalkosten: Unlevered Beta

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - \text{Steuersatz}) \cdot \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}}$$

β_U Unlevered Beta

β_L Levered Beta

Kapitalkosten: Beispiel Beta-Leverage

	Referenz A	Referenz B	Zielfirma
Steuersatz	30%	35%	25%
Beta levered	1.40	0.90	1.48
FK	75.0%	40.0%	70.0%
EK	25.0%	60.0%	30.0%
FK/EK	3.00	0.67	2.33
Beta unlevered	0.45	0.63	
Mittelwert			0.54

Komponente 4: Der Residualwert

4. Residualwert

- kapitalisierter Free Cashflow
- ist stellvertretend für weiter in der Zukunft liegende, nicht mehr explizit prognostizierte Free Cashflows

$$\frac{\text{Free Cashflow}}{\text{gewichtete Kapitalkosten} - \text{jährlicher Gewinnwachstum}}$$

(Inflationsprämie)

4. Beispiel Residualwert

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Free Cashflow	22	23	23	25	27
WACC	9%	9%	9%	9%	9%
Residualwert					300

Die «EVA»-Methode

Unternehmensbewertung

Bewertungsverfahren

Substanzorientierte Verfahren	
Substanzwertmethoden	Substanzwertmethode zu Reproduktionswerten Substanzwertmethode zu Liquidationswerten
Gewinnorientierte Verfahren	
Ertragswertmethoden	einfache Ertragswertmethode differenzierte Ertragswertmethode Interfinanzformel-Methode
Mittelwertmethoden	einfache Mittelwertmethode modifizierte Mittelwertmethode (Praktikermethode)
Übergewinnmethoden	angelsächsischer Ansatz Residual Income Model - static (statische Goodwillrentenmethode) Residual Income Model - dynamic (dynamische Goodwillrentenmethode) Economic-Value-Added-Methode (EVA)
Cashfloworientierte Verfahren	
Discounted Cashflow Methode (DCF)	nach Weighted Average Capital Cost (WACC) nach Adjusted Present Value (APV) nach Flow-to-Equity (FTE)
Ausschüttungsorientierte Verfahren	
Zero Growth Methode	
Constant-Growth-Methode	
Zweistufen Dividend-Discount-Methode	
Marktorientierte Verfahren	
Market Multiples	
Vergleichsmethoden	basierend auf IPO's basierend auf M&A basierend auf Börsenkurswerten
Übrige Verfahren	
Venture-Capital-Methode	
(Real-)Optionsmethode	
Earn-out-Methode	
Geschäftswertabschreibungsmethode	

Wertgeneratoren «Ausseneffekte»

- Auszahlung von Dividenden
- Rückkauf von Aktien mit überflüssigen liquiden Mitteln
- transparentes Auftreten am Kapitalmarkt, was zu einer guten Bewertung der Aktien führt:
 - transparente Informationspolitik
 - Anwendung international anerkannter Rechnungslegungsstandards
 - aktive Investor Relations

Economic Value Added (EVA)

- durch die amerikanische Beratungsgesellschaft «Stern Stewart & Co.» entwickelt
- stützt sich auf die Daten des externen Rechnungswesens nach internationalen Standards ab, korrigiert diese aber im Hinblick auf das betriebswirtschaftliche Steuerungsanliegen => NOPAT (Net Operating Profit After Tax)
- Wertsteigerung entspricht NOPAT abzüglich Kosten des eingesetzten Kapitals («Ökonomischer Gewinn» oder «Economic Value Added»)

Wertgeneratoren «Inneneffekte»

- Operative Entscheide

- Welche Produkte sollen hergestellt und vertrieben werden?
- In welchen Märkten will man tätig sein?
- Wie soll der Produktionsprozess ausgestaltet werden?
- Wie kosteneffizient ist die Produktion?

NOPAT
NOPLAT

- Investitionsentscheide

- In welchen Bereichen soll investiert werden?
- Wie viel Kapital ist zu investieren?
- Welche Geschäfte sollen desinvestiert werden?
- Wie lässt sich der Lagerumschlag steigern?
- Wie lassen sich die Debitorenzahlungsziele reduzieren?

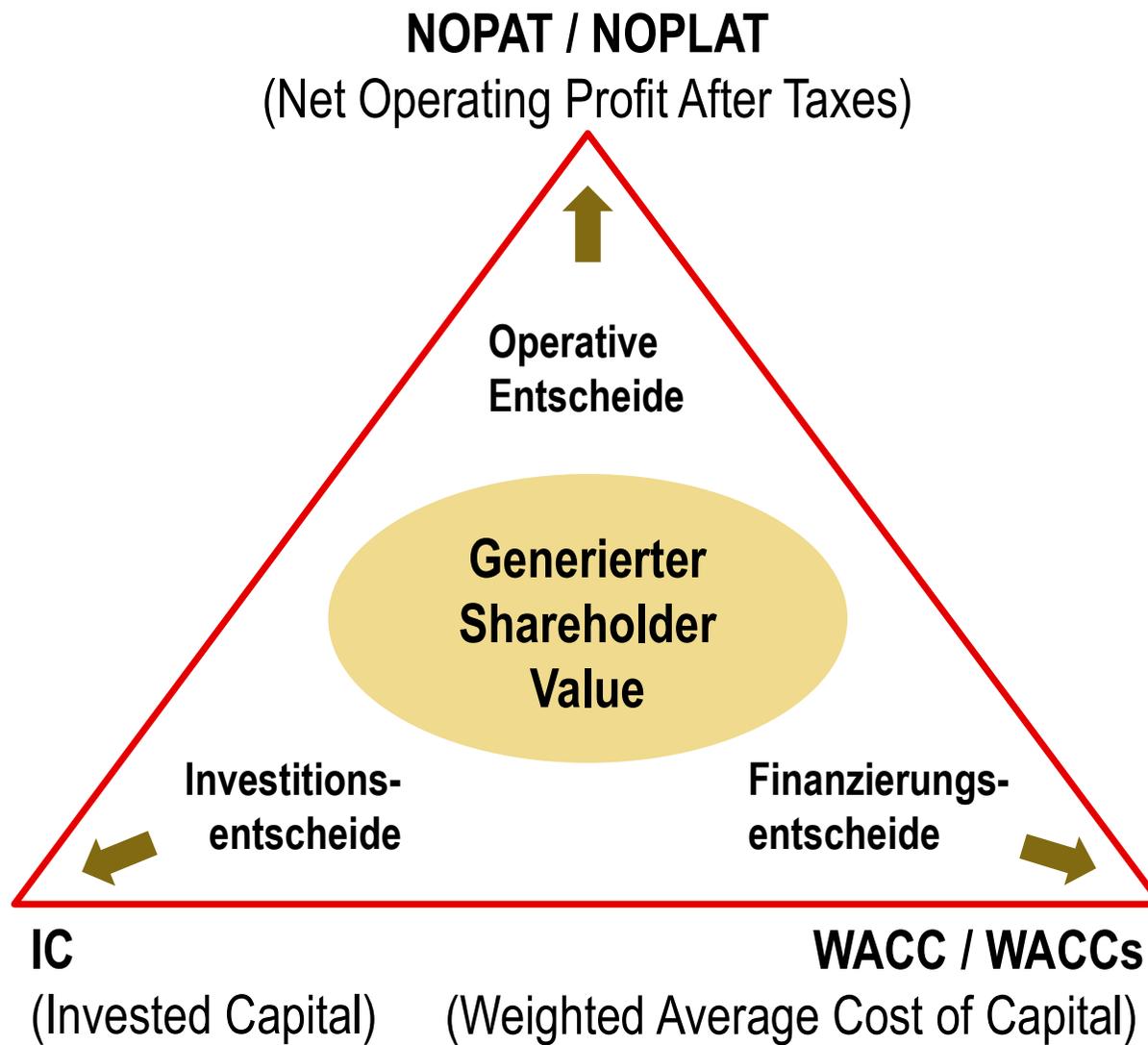
Invested
Capital

- Finanzierungsentscheide

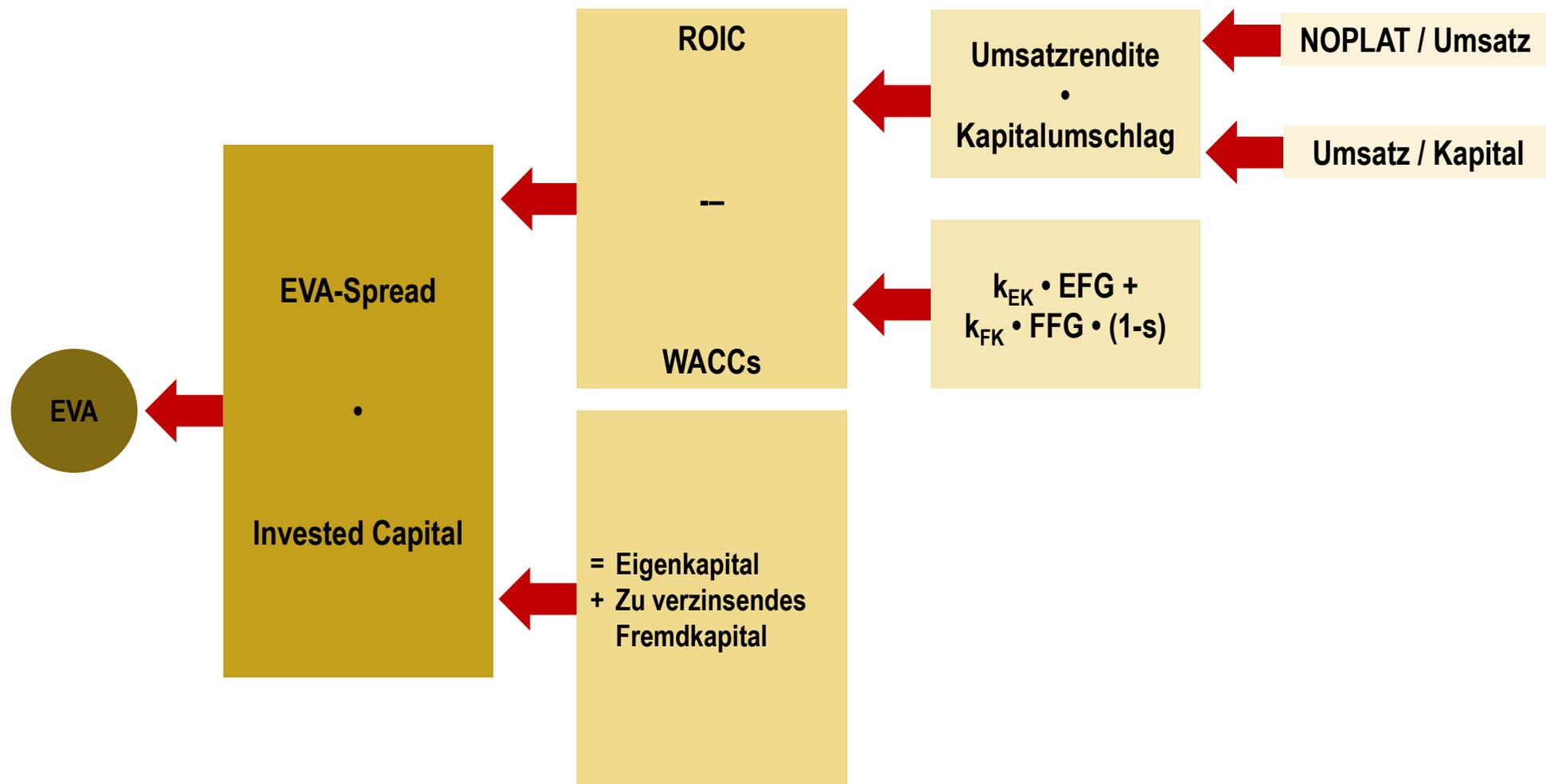
- Wie erfolgt die Finanzierung der Investitionen?
- Wie soll die Kapitalstruktur aussehen?
- Welche Finanzierungsquellen und -instrumente werden bevorzugt?
- Auf welche Weise lassen sich Steuerzahlungen reduzieren?

WACC
WACCs

Größen für EVA-Berechnung

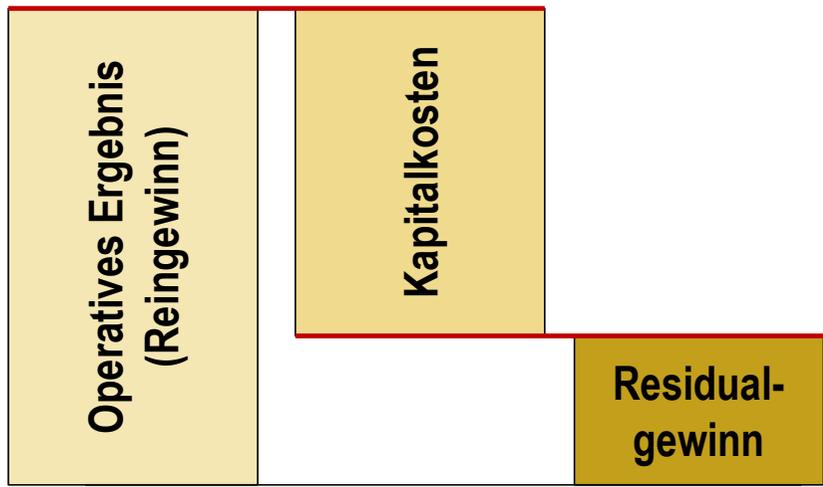


Indirekte Berechnungsmechanik von EVA



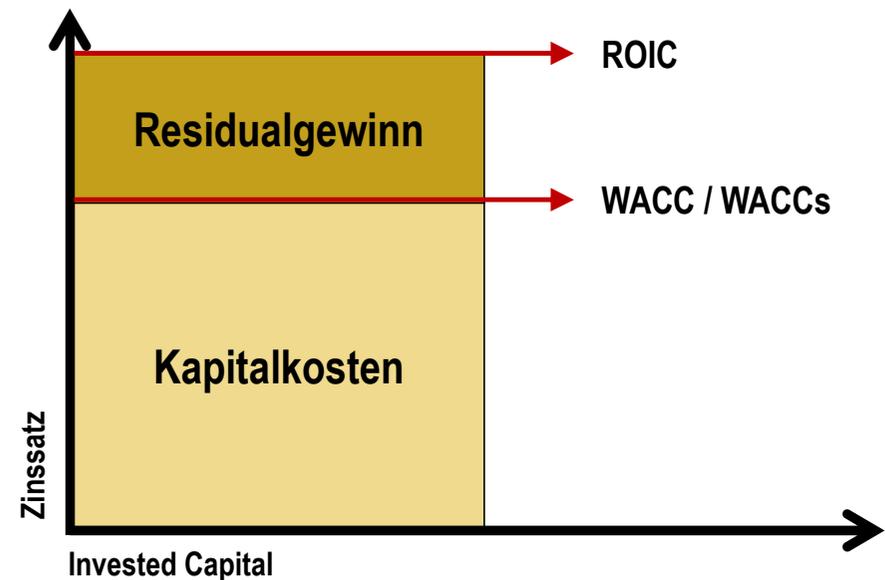
Direkte und indirekte EVA-Ermittlung

Direkte Berechnung des Economic Value Added



$$\begin{array}{r}
 \text{Gewinn} \\
 - \text{Kapitalkosten} \\
 \hline
 = \text{Residualgewinn}
 \end{array}$$

Indirekte Berechnung des Economic Value Added



$$\begin{array}{r}
 \text{ROIC} \\
 - \text{WACC / WACCs} \\
 \hline
 = \text{Residualgewinn}
 \end{array}
 \quad \left. \vphantom{\begin{array}{r} \text{ROIC} \\ - \text{WACC / WACCs} \end{array}} \right\} \bullet \text{ IC}$$

Indirekte Ermittlung (ROIC-WACCs)

	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Investiertes Kapital	600	625	675	600	600	600
NOPAT		42	50	81	78	84
ROIC		7.00%	8.00%	12.00%	13.00%	14.00%
WACC		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Spread ROIC-WACC		-3.00%	-2.00%	2.00%	3.00%	4.00%
EVA		-18	-13	14	18	24

Fazit

Wertgenerierung erfolgt immer dann, wenn

$$\text{ROIC} > \text{WACC}$$

Der EVA-Ansatz erlaubt es auch, die in der Bilanz aufgeführten Werte sowie die Erfolgsrechnung zu analysieren, was letztendlich die Transparenz und die Plausibilität über das Unternehmensgeschehen fördert.

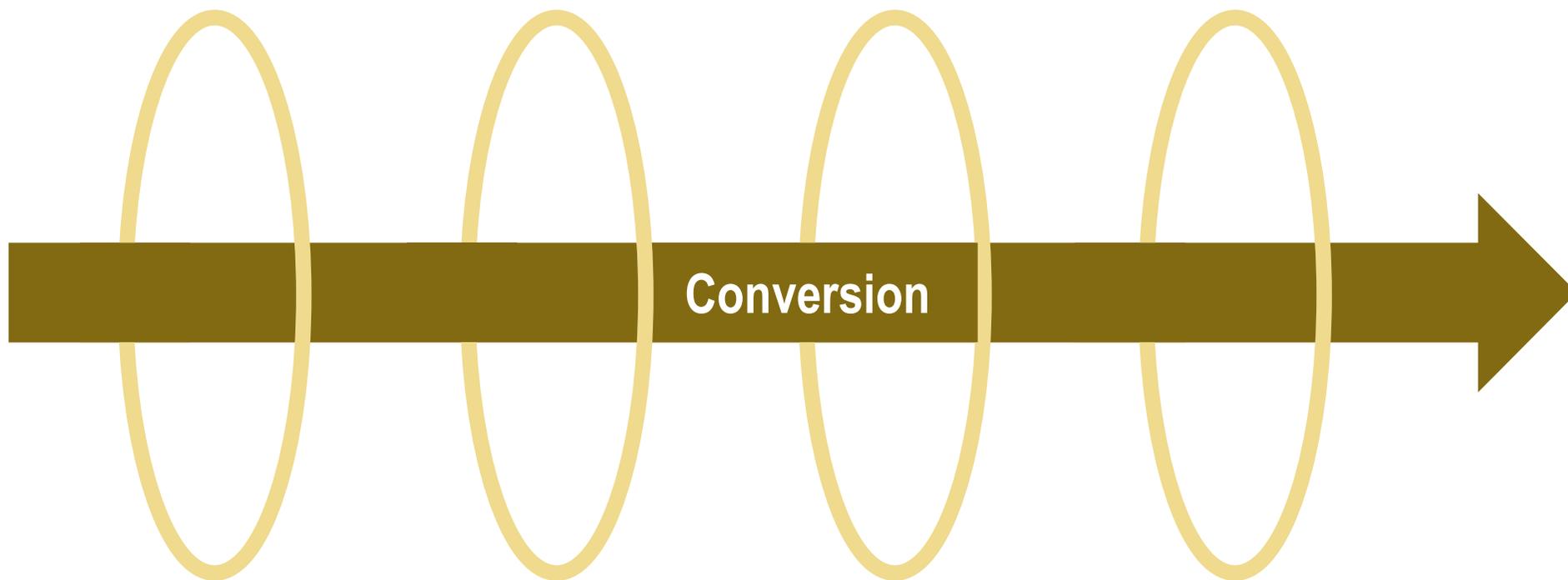
Konvertierung der Rechnungswesenzahlen

- Ausgangslage für EVA-Berechnung
 - streng betriebswirtschaftliche Daten
 - aktionärsorientierte Sichtweise
- Ziel der Konvertierung
 - Elimination von
 - finanziellen,
 - steuerlichen und
 - bewertungstechnischen
 - Verzerrungen

Stufen der Konvertierung (Conversion)

Accounting Model

EVA Model



Operating
Conversion

Funding
Conversion

Tax
Conversion

Shareholder
Conversion

Operating Conversions

- Bereinigung von NOPAT und Capital von allen nichtoperativen Ertrags-, Aufwands- und Vermögenspositionen
 - Finanzerträge
 - Finanzaufwendungen
 - nichtoperative Erträge
 - aussergewöhnliche Aufwendungen
 - Wertschriften
 - Anderes nicht-operativ notwendiges Vermögen
 - Anlagen im Bau (da noch nicht zur Verfügung des operativen Prozesses)

Funding Conversions

- Erfassung und Zurechnung zum Capital von allen Finanzierungsmittel (offen ausgewiesene Finanzierungsformen sowie versteckte Finanzierungsarten)
 - geleastes Vermögen (Financial und Operational Leasing), wobei für jede auf der Kapitalseite korrigierte Position auch der NOPAT entsprechend zu korrigieren ist (Ausscheidung von in Leasingraten integrierten Zinszahlungen)

Tax Conversions

- Zuordnung der Steuern zum operativen Gewinn.

Transformation des NOPAT zum NOPLAT

*Net Operating
Profit After Taxes*

*Net Operating
Profit Less
Adjusted Taxes*

Shareholder Conversions

- Anpassungen an Sichtweise der Aktionäre
(Reduktion des Einflusses des Gläubigerschutzgedankens)
 - laufende Aktivierung und Abschreibung der
 - Forschungs- und Entwicklungskosten
 - Markteinführungskosten
 - Restrukturierungsausgaben
 - Ziel: Verhinderung der übermäßigen Belastung des NOPAT in einem bestimmten Jahr und damit wird die Geschäftsleitung nicht abgehalten, solche Investitionen zu tätigen.
 - Auflösung von stillen Reserven Korrektur des Capital
 - Lagerreserven
 - überhöhte Delkredererückstellungen
 - derivativer Goodwill (inklusive bisherige Goodwill-Abschreibungen), dadurch wird der verantwortlichen Geschäftsleitung der Goodwill in Form von Capital aufgebürdet.

EVA

EVA indirekt	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
<i>Kapitalkostensatz (WACCs)</i>		8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
<i>Abzinsungsfaktoren</i>	1.000	0.926	0.857	0.794	0.735	0.681
Invested Capital	1'200	1'050	1'200	1'250	1'250	1'250
Fremdkapital (operating)	500					
EBIT		120	140	160	170	180
- adj. Steuern	30%	-36	-42	-48	-51	-54
NOPLAT		84	98	112	119	126
ROIC		7.0%	9.3%	9.3%	9.5%	10.1%
Kapitalkosten (WACCs)		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
ROIC-WACCs-Spread		-1.0%	1.3%	1.3%	1.5%	2.1%
= EVA		-12	14	16	19	26
Residualwert Ende Jahr 5						325
Summen		-12	14	16	19	351
Barwerte		-11	12	13	14	239
Net Present Value	266					
Invested Capital	1'200					
Unternehmenswert Brutto	1'466					
Fremdkapital	-500					
Unternehmenswert Netto	966					

EVA

EVA direkt	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
<i>Kapitalkostensatz (WACCs)</i>		8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
<i>Abzinsungsfaktoren</i>	1.000	0.926	0.857	0.794	0.735	0.681
Invested Capital	1'200	1'050	1'200	1'250	1'250	1'250
Fremdkapital (operating)	500					
EBIT		120	140	160	170	180
- adj. Steuern	30%	-36	-42	-48	-51	-54
NOPLAT		84	98	112	119	126
- Kapitalkosten (WACCs)	8%	96	84	96	100	100
= EVA		-12	14	16	19	26
Residualwert Ende Jahr 5						325
Summen		-12	14	16	19	351
Barwerte		-11	12	13	14	239
Net Present Value	266					
Invested Capital	1'200					
Unternehmenswert Brutto	1'466					
Fremdkapital	-500					
Unternehmenswert Netto	966					

Zusammenhang EVA - DCF

Jahre	0	1	2	3	4	5	6
Invested Capital	300	300	300	300	300	300	300
WACC		10%	10%	10%	10%	10%	10%

Jahre	1	2	3	4	5	6	
NOPAT	17	17	17	17	17	17	
+ Abschreibungen	22	22	22	22	22	22	
- Investitionen	-22	-22	-22	-22	-22	-22	
= Free Cashflows	17	17	17	17	17	17	
Residualwert						170	
Abzinsungsfaktoren	1.000	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621	0.564
Barwerte FCF und RW		15	14	13	12	11	105
Unternehmenswert DCF (brutto)	170						

Jahre	1	2	3	4	5	6	
NOPAT	17	17	17	17	17	17	
- Kapitalkosten	-30	-30	-30	-30	-30	-30	
=EVA	-13	-13	-13	-13	-13	-13	
Residualwert EVA						-130	
Abzinsungsfaktoren	1.000	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621	0.564
Barwerte EVA und RW		-12	-11	-10	-9	-8	-81
Summe Barwerte	-130						
Substanzwert (brutto)	300						
Unternehmenswert EVA (brutto)	170						

Marktorientierte Verfahren

Unternehmensbewertung Teil VII

Marktorientierte Verfahren

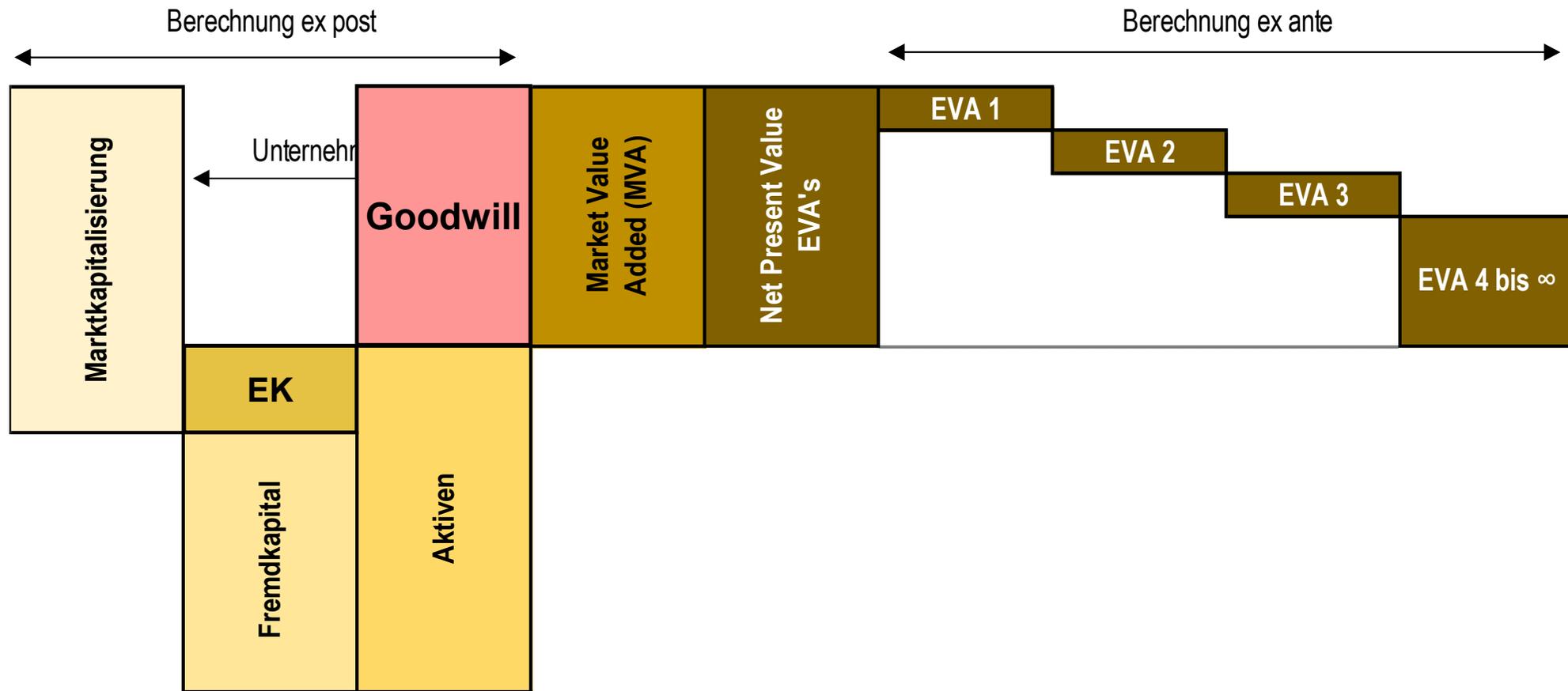
- Market Value Added (MVA)
- Market Multiples (Leistungswertvergleich)
- Market Comparables (Vergleichsmethoden)
 - basierend auf IPO's (aktuelle Börsenwerte)
 - basierend auf M&A's (durchgeführte Transaktionen)
 - basierend auf Börsenkurswerten

Market Value Added

Der Market Value Added (MVA) entspricht der Differenz zwischen dem börsenkapitalisierten Wert eines Unternehmens und dem vom Aktionär eingesetzten Kapital.

Unternehmen, die einen positiven MVA aufweisen, haben Werte geschaffen, während solche mit einem negativen MVA Werte vernichtet haben. Daher stellt diese Kennzahl eine aussagekräftige Grösse dar, die über geschaffene und zerstörte Aktionärswerte unmittelbar informiert.

Berechnungsweise von MVA



Marktwertvergleich

- **Transaktion Multiples:**
Vergleichszahlen ähnlicher Betriebe, welche M&A-Transaktionen durchlaufen haben
 - Multiples wie bspw. EBIT, EBITDA, Umsatz etc. werden verwendet.
- **Market Multiples:**
basieren auf Aktienkursbezogenen Daten
 - bspw. P/E, P/D, Market-to-book-ratio etc.

Umsatz-Multiples (Pharmabranche)

Fusions-Partner bzw. Käufer und Target	Bezahltes Umsatzvielfaches	Jahr der Fusion/Akquisition
Ciba-Geigy und Sandoz	1.8x	1996
Rhône-Poulenc und Hoechst	1.9x	1999
Astra und Zeneca	5.0x	1999
Synthélabo und Sanofi	5.3x	1999
SmithKline Beecham und Glaxo Wellcome	5.5x	2000
Pfizer und Warner-Lambert	7.0x	2000
Abbott und Knoll Pharma	3.8x	2001

Beispiele von Multiples

<https://www.nimbo.net/multiples#ch>

6-25 Mitarbeiter

Branche	EBITC Multiple	EBIT Multiple	EBITDA Multiple	Umsatz Multiple
Software / IT Dienstleistungen	5.9	8.9	8.4	1
Produzierende Industrie	5.1	7.5	7	0.7
Dienstleistungen	4.5	6.6	6.3	0.8
Gastronomie	4.2	4.9	4.6	0.7
Handel	3.6	5.1	4.9	0.5
Handwerk / Bau	2.4	3.1	3	0.3

EBITC = EBIT zuzüglich der gesamten Geschäftsführerkompensation (Bruttogehalt, Arbeitgeberanteile an Sozialversicherungen, Autospesen etc.)

Beispiele von Umsatz-Multiples

■ EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, Juni 2011

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*				Experten-Multiples Mid-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple von	bis	Umsatz-Multiple von	bis	EBIT-Multiple von	bis	Umsatz-Multiple von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	5,7	7,4	0,57	0,94	6,5	8,7	0,66	1,12
Software	12,5 ↓	2,35 ↓	6,1	7,9	0,67	1,05	6,6	8,4	0,73	1,19
Telekommunikation	15,3 ↓	1,30 ↓	5,5	7,8	0,62	1,06	6,0	8,2	0,71	1,18
Medien	9,7 ↓	1,47	5,9	7,7	0,64	1,19	6,6	8,4	0,81	1,46
Handel und E-Commerce	12,1 ↑	1,26 ↓	5,1	7,8	0,49	0,99	5,9	8,3	0,53	1,05
Transport, Logistik und Touristik	11,2 ↓	1,73 ↑	4,9	6,9	0,53	0,94	5,6	7,7	0,61	1,03
Elektrotechnik und Elektronik	8,0 ↓	2,15 ↓	5,0	7,0	0,51	0,91	5,5	7,6	0,61	1,03
Fahrzeugbau und -zubehör	11,9 ↓	0,93 ↓	4,8	6,4	0,39	0,68	5,2	7,1	0,44	0,80
Maschinen- und Anlagenbau	13,5 ↓	1,01 ↓	5,3	6,9	0,48	0,69	5,6	7,4	0,54	0,86
Chemie und Kosmetik	10,7 ↓	1,38 ↓	5,9	8,0	0,52	0,85	6,4	8,8	0,61	1,00
Pharma	9,7 ↓	1,13 ↓	6,1	8,5	0,74	1,32	6,8	9,3	0,73	1,67
Textil und Bekleidung	10,9 ↓	1,04 ↓	4,6	6,2	0,42	0,64	5,2	7,0	0,51	0,77
Nahrungs- und Genussmittel	10,0 ↓	0,81 ↓	5,4	7,2	0,48	0,82	6,0	7,9	0,59	0,97
Gas, Strom, Wasser	6,2 ↓	0,65 ↓	5,7	8,2	0,58	0,98	6,3	8,6	0,77	1,07
Umwelttechnologie und Erneuerbare Energien	-	-	5,6	8,0	0,61	1,01	6,4	8,7	0,69	1,21
Bau und Handwerk	11,4 ↓	0,87 ↓	4,0	5,4	0,35	0,56	4,6	5,8	0,41	0,66

Enterprise Multiples

Preisfindung mittels Enterprise Multiples:

	eigene Unternehmung	Target
Unternehmenswert	180.0 Mio. CHF	
Umsatz	112.5 Mio. CHF	21.0 Mio. CHF
Umsatzmultiple	1.6 	
Unternehmenswert	180.0 Mio. CHF	
EBITDA	36.0 Mio. CHF	6.7 Mio. CHF
EBITDA-Multiple	5.0 	
Unternehmenswert	180.0 Mio. CHF	
EBIT	15.0 Mio. CHF	2.9 Mio. CHF
EBIT-Multiple	12.0 	

Leistungswertvergleich (Market Comparables)

- Basierend auf IPO's (aktuelle Börsenwerte)
- Basierend auf M&A's (durchgeführte Transaktionen)
- Basierend auf Börsenkurswerten (auch Börsenkurswertvergleich)
 - Berechnung des Gesamtwertes anhand der Börsenkurse bei kotierten Unternehmungen
 - Einsatz bei Fusionen zur Berechnung von Tauschverhältnissen
 - Problem der Aussagekraft von Börsenkursen (unkalkulierbare Ausseneinflüsse)

Ausschüttungs-orientierte Verfahren

Unternehmensbewertung Teil VI

Ausschüttungsorientierte Verfahren

- Zero Growth Methode
- Constant-Growth-Methode
- Zweistufen Dividend-Discount-Methode

Zero Growth Methode

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{erwartete Dividende im nächsten Jahr}}{\text{Eigenkapitalkostensatz}}$$

- Anstelle der erwarteten Dividende des Planjahres kann auch das arithmetische Mittel der letzten drei bis acht Jahre verwendet werden.
- Der Eigenkapitalkostensatz basiert auf dem CAPM.

Constant-Growth-Methode

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{erwartete Dividende im nächsten Jahr}}{\text{Eigenkapitalkostensatz} - \text{Wachstumsrate der Dividenden}}$$

Berechnung der Dividendenwachstumsrate:

$$D_0 \cdot (1 + i)^n = D_n$$

$$i = \sqrt[n]{\frac{D_n}{D_0}} - 1$$

Jahr	Dividenden- ausschüttungen
2001	22.00
2002	22.40
2003	21.00
2004	24.00
2005	25.00
Dividendenwachstum p.a. = 2.6%	

Zweistufen Dividend-Discount-Methode

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

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

Übrige Verfahren

Unternehmensbewertung Teil VIII

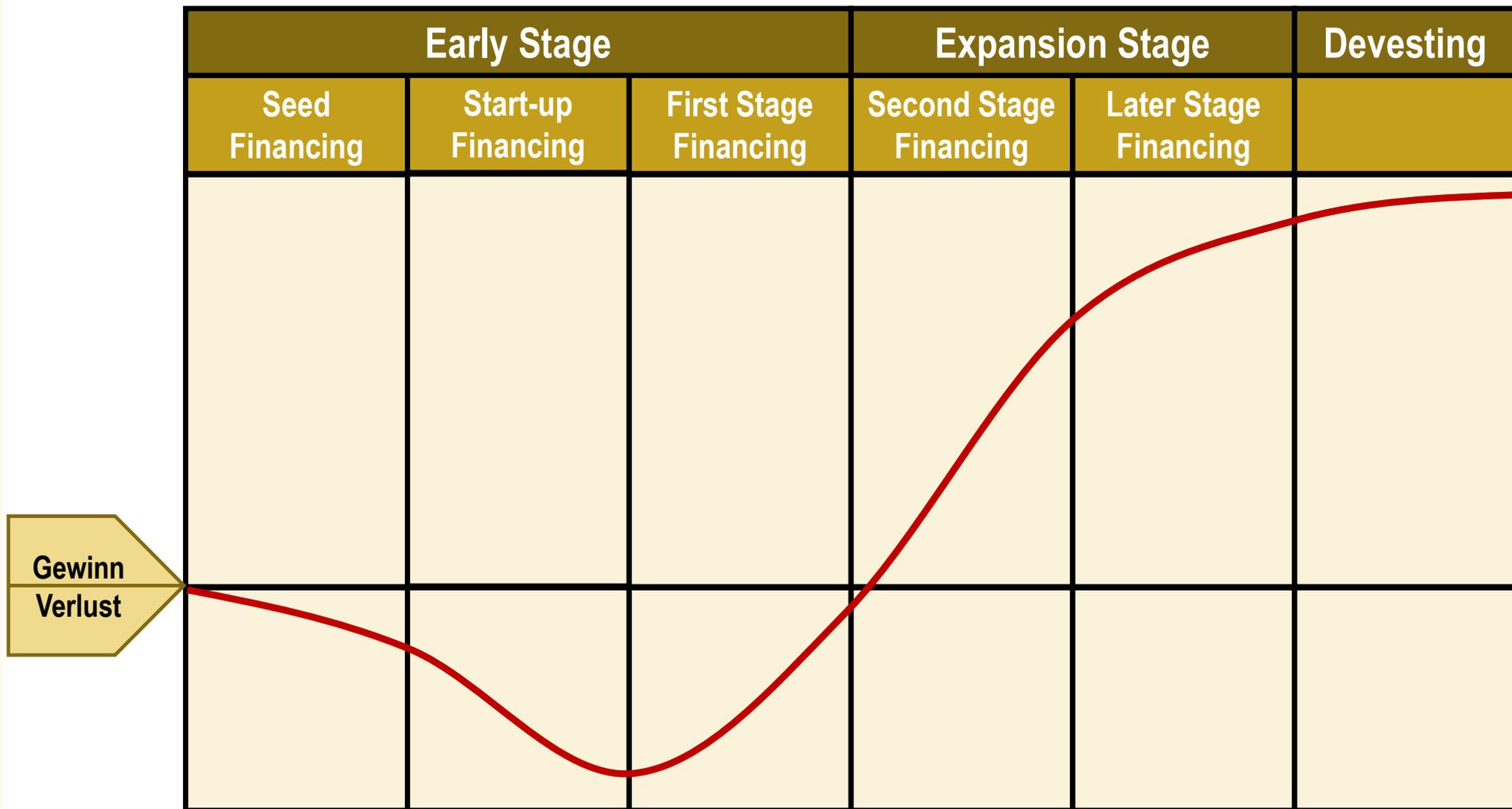
Übrige Verfahren

- Venture-Capital-Methode
- Realoptions-Methode
- Earn-out-Methode
- Geschäftswertabschreibungsmethode

«Venture Capital» Methode

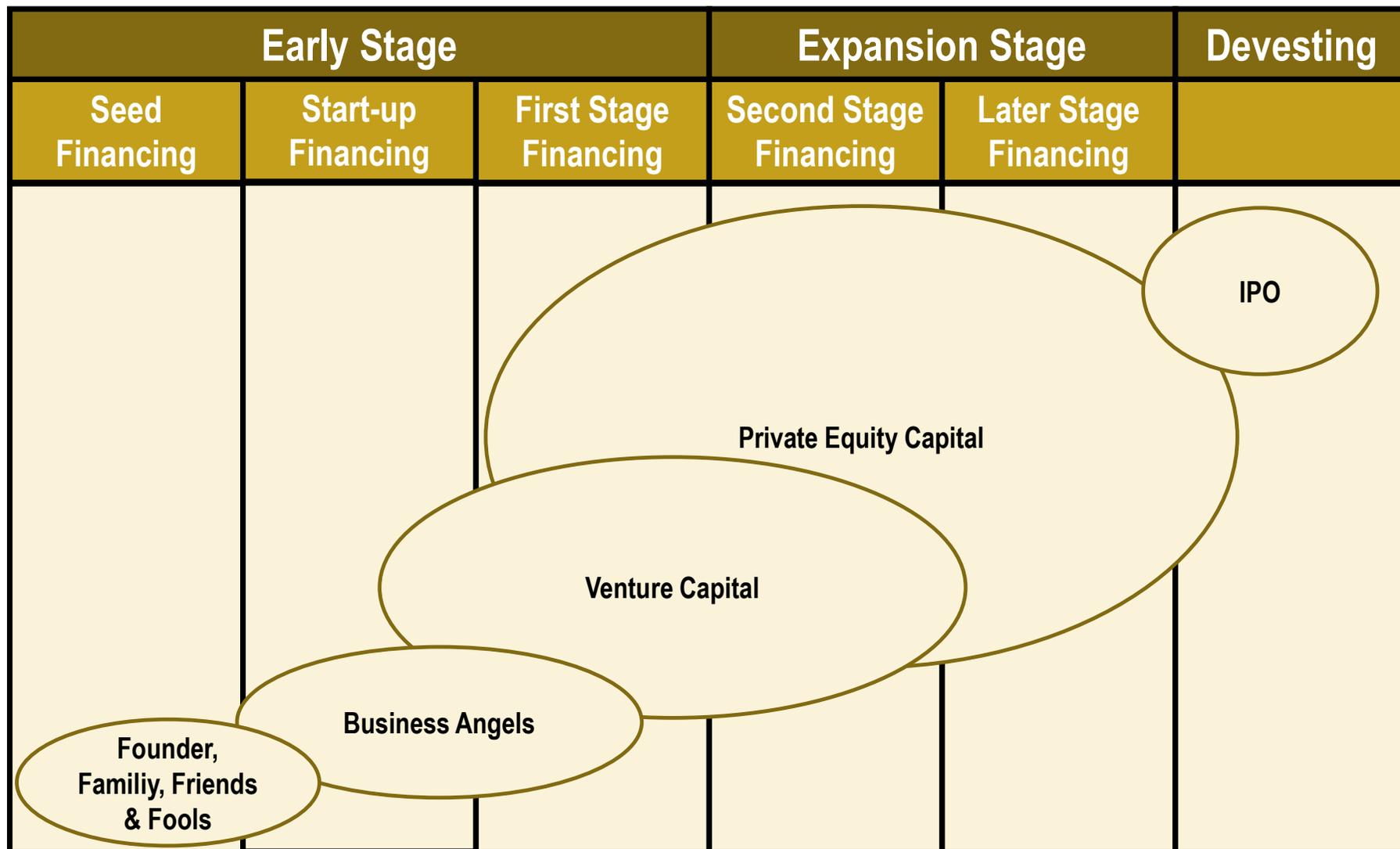
Unternehmensbewertung

«Venture Capital» Methode



«Venture Capital» Methode

Investitionsvolumen



«Venture Capital» Methode

	Betrag	Anteil
Pre Money Wert	3'600'000	60%
Investment VC	2'400'000	40%
Post Money Wert	6'000'000	100%

«Venture Capital» Methode

Multiplikatoren für die Ermittlung des Exit-Erlöses (Venture Capital Methode) liegen zwischen Faktor 5 und 10 bei einem Exit-Horizont von 4 bis 8 Jahren.

Kalkulatorische Risikozinssätze bei gegebenem Exit-Horizont und Multiplikator:

Multiplikator \ Exit-Horizont	5	6	7	8	9	10
4	50%	57%	63%	68%	73%	78%
5	38%	43%	48%	52%	55%	58%
6	31%	35%	38%	41%	44%	47%
7	26%	29%	32%	35%	37%	39%
8	22%	25%	28%	30%	32%	33%

$$(1+50\%)^4=5$$

$$\text{Zinssatz} = \text{Multiplikator}^{(1/\text{Exit-Horizont})} - 1$$

Venture-Capital-Methode

Post-Money Unternehmenswert =
 Exit-Preis in n Jahren / (1 + Diskontierungsrate)ⁿ

Pre-Money-Unternehmenswert =
 Post-Money-Unternehmenswert – Investitionssumme

	Aktienzahl	Nennwert	Preis	Wert
VC erwirbt Anzahl Shares	200'000	10.00	39.34	7'867'000
Diskontierungszinssatz				24%
Börsengang in 3 Jahren	200'000	10.00	75.00	15'000'000
Offerte des VC	200'000	10.00	31.00	6'200'000
Pre-Money Unternehmenswert				1'667'000

Earn-out-Methode

- Der Kaufpreis wird an die zukünftige Entwicklung des zur Veräußerung stehenden Unternehmens gekoppelt und damit wird der Kaufpreis ganz oder teilweise durch eine Beteiligung des Verkäufers am tatsächlich realisierten Gewinn abgegolten.
- Der zu zahlende Betrag besteht aus einem fest vereinbarten Basispreis und einem variablen Teil. Der variable Teil setzt sich aus den periodisch zu zahlenden Earn-Out-Zahlungen zusammen, die an eine Bemessungsgrundlage aus dem Rechnungswesen des Unternehmens anknüpfen. Dadurch wird der Basispreis durch die eintretenden wirtschaftlichen Erfolge korrigiert.

Methodische Bestandteile des Earn-Out

- Elemente
 - Fixer Basispreis
gemäss anteiligem Unternehmenswert
 - Variable Komponente
Korrektur des fixen Basispreises (nach oben oder nach unten) gemäss einer vorher finalisierten Vereinbarung
- Modelle
 - Mehrstufiges Modell
Käufer erwirbt Stimmrechtsmehrheit, danach hat er eine Kaufoption für weitere Anteile
 - Besserungsoptions-Modell
Käufer erwirbt Stimmrechtsmehrheit, danach hat Verkäufer eine Verkaufsoption für seine restlichen Anteile, wobei die Preisfestsetzung abhängig vom Eintritt der Planungs- und Bewertungsszenarien ist.
- Bemessung der variablen Komponente
 - fester Standard
Auszahlung, wenn feste Bezugsgrösse (bspw. Umsatz oder EBIT) übertroffen wird
 - variabler Standard
Auszahlung wenn eine wachsende Grösse (bspw. Umsatzwachstum oder Gewinnwachstum) übertroffen wird
 - kumulativer Standard
Auszahlung, wenn Grössen (bspw. Umsatz oder EBIT) über die gesamte Earn-Out-Phase übertroffen werden

Beispiel Earn-Out

- **Phase V: Zahlung Teil I**
 - Die Käuferschaft übernimmt mit der Vertragsunterzeichnung 60% des Aktienkapitals zum Preis von CHF 8'000'000.-
 - Die Käuferschaft verpflichtet sich, auf das nominale Aktienkapital für die Jahre 2010 und 2011 je eine Grunddividende von 5% auszurichten.
 - Die Käuferschaft bestellt Verwaltungsrat und evtl. Revisionsstelle neu unter Beibehaltung des heutigen Präsidiums.
- **Phase VI: Zahlung Teil II**
 - Nach Vorliegen des revidierten Abschlusses 2010, spätestens jedoch per Ende März 2011 erfolgt der Erwerb von weiteren 20% des Aktienkapitals durch die Käuferschaft zum Preis von CHF 2'800'000.- sofern der abgegrenzte Umsatz 2010 CHF 18.0 Mio. beträgt.
 - Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2010 die Marke von CHF 18.0 Mio. erhöht bzw. reduziert sich der Kaufpreis der zweiten Zahlung nach folgender Formel:
 - **(erzielter Umsatz - CHF 18.0 Mio.) * 0.25**
- **Phase VII: Zahlung Teil III**
 - Nach Vorliegen des revidierten Abschlusses 2011, spätestens jedoch per Ende März 2012 erfolgt der Erwerb der verbleibenden 20% des Aktienkapitals durch die Käuferschaft zum Preis von CHF 3'000'000.- sofern der abgegrenzte Umsatz 2011 CHF 20.0 Mio. beträgt.
 - Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2011 die Marke von CHF 20.0 Mio. erhöht bzw. reduziert sich der Kaufpreis der zweiten Zahlung nach folgender Formel:
 - **(erzielter Umsatz - CHF 20.0 Mio.) * 0.15**

Beispiel Earn-Out

- **Phase V: Zahlung Teil I**

- Die Käuferschaft übernimmt mit der Vertragsunterzeichnung 60% des Aktienkapitals zum Preis von CHF 8'000'000.-
- Die Käuferschaft verpflichtet sich, auf das nominale Aktienkapital für die Jahre 2010 und 2011 je eine Grunddividende von 5% auszurichten.
- Die Käuferschaft bestellt Verwaltungsrat und evtl. Revisionsstelle neu unter Beibehaltung des heutigen Präsidiums.

- **Phase VI: Zahlung Teil II**

- Nach Vorliegen des revidierten Abschlusses 2010, spätestens jedoch per Ende März 2011, erfolgt der Erwerb von weiteren 20% des Aktienkapitals durch die Käuferschaft zum Preis von CHF 18.0 Mio. beträgt.
- Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2010 die 20% der zweiten Tranche nur 2.3 Mio. bezahlt. der Kaufpreis der zweiten Zahlung nach folgender Formel:

- **(erzielter Umsatz - CHF 18.0 Mio.) * 0.25**

- **Phase VII: Zahlung Teil III**

- Nach Vorliegen des revidierten Abschlusses 2011, spätestens jedoch per Ende März 2012 erfolgt der Erwerb der verbleibenden 20% des Aktienkapitals durch die Käuferschaft zum Preis von CHF 20.0 Mio. beträgt.
- Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2011 die 20% der dritten Tranche nur 2.4 Mio. bezahlt. der Kaufpreis der zweiten Zahlung nach folgender Formel:

- **(erzielter Umsatz - CHF 20.0 Mio.) * 0.15**

Geschäftswertabschreibungsmethode

Der Geschäftswert (GW) entspricht der Differenz zwischen unbekanntem Unternehmenswert und Substanzwert unter Berücksichtigung des Konkurrenzrisikos. Dadurch wird der Gewinn um Abschreibung auf den Geschäftswert gekürzt.

Unbefristete Geschäftswertabschreibung (Annahme: konstante Gewinne)	Befristete Geschäftswertabschreibung
$UW = \frac{G - a \overbrace{(UW - SW)}^{GW}}{i} = \frac{EW + \frac{a}{i} SW}{1 + \frac{a}{i}}$	$UW = \frac{G}{i} - RBF_n^i a \overbrace{(UW - SW)}^{GW} = \frac{EW + a RBF_n^i SW}{1 + a RBF_n^i}$
$a = \text{Abschreibungsrate} = \frac{1}{n}$ mit $n = \text{Abschreibungsdauer}$	
<p>Problem: Ertragswert wird auch dann noch um die Abschreibung gekürzt, wenn letzterer bereits vollständig abgeschrieben ist.</p>	<p>Problem: Nach Ablauf der Abschreibungsdauer wird mit den ungekürzten Gewinnen weitergerechnet, also keine Konkurrenzgefahr angenommen.</p>

Spezielle Fragestellungen

Unternehmensbewertung

Bewertung von Synergien

- Echte Synergieeffekte:
 - Wertzuwachs, welcher ausschliesslich durch eine Kooperation entsteht.
 - In den spezifischen Eigenschaften der involvierten Unternehmen begründet.
 - Keine Realisation der Synergieeffekte ohne Kooperation.

Spezifische Skaleneffekte
Kostenreduktionen durch Zusammenlegung

- Unechte Synergieeffekte:
 - Wertvorteile, welche sich durch jede ähnlich gelagerte Kooperation erzielen lassen.
 - Sind im bestehenden Geschäftsmodell begründet.

Allgemeine Skaleneffekte
Allgemeine Kostenreduktionen

Bewertung von Synergien

Synergieeffekte in der Ermittlung des Unternehmenswertes

	objektiver Unternehmenswert	subjektiver Unternehmenswert
echte Synergien	nicht berücksichtigen	berücksichtigen
unechte Synergien	nur berücksichtigen, wenn Massnahmen zu deren Umsetzung bereits eingeleitet sind	berücksichtigen



Bewertung von «Start-up's»

Unternehmensbewertung

Probleme bei Startup-Bewertungen

- Fehlen von historischen Performance-Daten.
- Aktuell oft noch verhältnismässig geringe – in der Prognose aber stark wachsende – Umsätze und in Serie operative Verluste.
- Beeinträchtigte Überlebenschancen (Insolvenzrisiko).
- Längerfristige Entwicklungsperioden und damit illiquide Investments der Beteiligungen.
- Fortlaufende Eigenkapital- (Kontroll-) Ansprüche durch Gründer.
- Veränderung des Risikoprofils im Zeitablauf.
- Diskontierungssatz für Cashflows (negative sowie positive Cashflows).
- Berücksichtigung der Sonderrechte FFFF.

Bewertungsansätze – Diskussion ...

Eignung von Bewertungsmethoden für Startups:

- Substanzwertmethode
- Ertragswertmethode
- Venture Capital Methode
- Multiplikatoren-Methode
- Realoptions-Methode
- Discounted Cashflow-Methode

Venture-Capital-Methode

- Basierend auf Renditeanforderung und unter Miteinbezug des Insolvenzrisikos wird ein «Target Return» ermittelt, mit welchem ein erwarteter Exit-Erlös abgezinst wird => Post Money Wert
- Post Money Wert abzüglich Volumen der zukünftigen Finanzierungsrunde ergeben den aktuellen Unternehmenswert => Pre Money Wert

Problem der Abschätzung des **Exit-Erlöses**.

Problem der Festlegung des **Target Return** als wesentlichen Wertetreiber.

Venture-Capital-Methode – Anwendung

1. Planungsrechnungen bis zum vorgesehenen Exit-Zeitraum.
2. Bestimmung des «realistischen» Exit-Preises (Verwendung von Vergleichs-Multiplikatoren).

Laut Studie von Strebulaev & Gornall sind 13 von 116 Startup-Unternehmen um mehr als 100% überbewertet (2018).

Post-Money: Ermittlung ex ante
Fair Value: Ermittlung ex post

Unternehmen	Valuation (USD Mrd.)		Delta in %
	Post-Money	Fair Value	
Compass	1.0	0.3	233%
Datto	1.0	0.3	233%
SolarCity	1.9	0.6	217%
Demand Media	1.2	0.4	200%
Box	2.6	0.9	189%
BetterPlace	2.3	0.8	188%
Square	6.0	2.2	173%
Kabbage	1.0	0.4	150%
Nutanix	2.0	0.8	150%
GoodTechnology	1.2	0.5	140%

3. Diskontierung des Exit-Preises mit einem risikoadjustierten Diskontierungszinssatz => Post Money-Wert.
4. Ermittlung des Eigenkapitalanteils an der zu erwerbenden Gesellschaft.

Multiplikatoren-Methode

- EBIT-Multiplikator
- EBITDA-Multiplikator
- Umsatz-Multiplikator
- Operative Multiplikatoren
 - Anzahl Klicks p.d., p.m., p.y.
 - Anzahl 

Börsengang Facebook 18. Mai 2012

IPO-Bewertung: 16 Mia. US\$
 Anzahl aktive Nutzer: 800 Mio.
 ⇒ Börsenwert je aktiver Nutzer* 20 US\$

*Aktiver Nutzer = Login mind. einmal innert 30 Tagen

- Multiplikatoren für die Ermittlung des Exit-Erlöses (Venture Capital Methode) liegen zwischen Faktor 5 und 10 bei einem Exit-Horizont von 4 bis 8 Jahren.

Kalkulatorische Risikozinssätze bei gegebenem Exit-Horizont und Multiplikator:

$(1+50\%)^4=5$

Multiplikator \ Exit-Horizont	5	6	7	8	9	10
4	50%	57%	63%	68%	73%	78%
5	38%	43%	48%	52%	55%	58%
6	31%	35%	38%	41%	44%	47%
7	26%	29%	32%	35%	37%	39%
8	22%	25%	28%	30%	32%	33%

Bewertungsprobleme mit Multiples

- **Identifikation des korrekten Skalierungsfaktors.**

Multiplikatoren wie Net Profit, EBIT, EBITDA oder Umsatz sind oft nicht geeignet, da in der early stage Phase noch Verluste mit einem geringen Umsatz erwirtschaftet werden.

- **Identifikation von Peer-Group-Unternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.**

Im Bereich der Technologie-Unternehmen (Fintech, Biotech, Lawtech etc.) ist es schwer, Vergleichsunternehmen zu finden, da sich die einzelnen Geschäftsmodelle sehr stark unterscheiden.

- **Multiplikatoren berücksichtigen das individuelle Insolvenzrisiko nicht.**

Multiplikatoren stellen Referenzwerte seitens des Marktes dar und bilden keine spezifischen Werte einer bestimmten Unternehmung.

Realloptions-Modell

Das Realloptions-Modell basiert auf der Überlegung, dass immer die Möglichkeit, jedoch nie die Verpflichtung besteht, eine geschäftliche Entscheidung zu treffen (bspw. Projekte zeitlich zu verschieben, das Produkteportfolio anzupassen, einen Markteintritt abzubrechen, eine Kooperation einzugehen etc.).

Die Ausübung der verschiedenen „Real Optionen“ ist somit entscheidend für den Erfolg des Start-ups. Das Realloptions-Modell versucht abzubilden, dass wenn sich während der betrieblichen Tätigkeit das Chancen-Risiko-Profil des Start-ups ändert, die Möglichkeit besteht, mit verschiedenen Handlungsoptionen zu reagieren.

Bewertungstechnisch basieren Realloptions-Modelle auf dem Konzept von Finanzoptionen (Black-Scholes etc.). Damit ergeben sich verschiedene Probleme wie die Schätzung der Varianz und des Ausübungspreises, die Bewertung der Aufschiebungskosten oder die Ermittlung des Ausübungszeitpunktes.

Discounted Cashflow-Methode

Problembereiche

- Planungshorizont
- Ermittlung der Free Cashflows bei spekulativen Zukunftserwartungen
- kalkulatorische Zinssätze

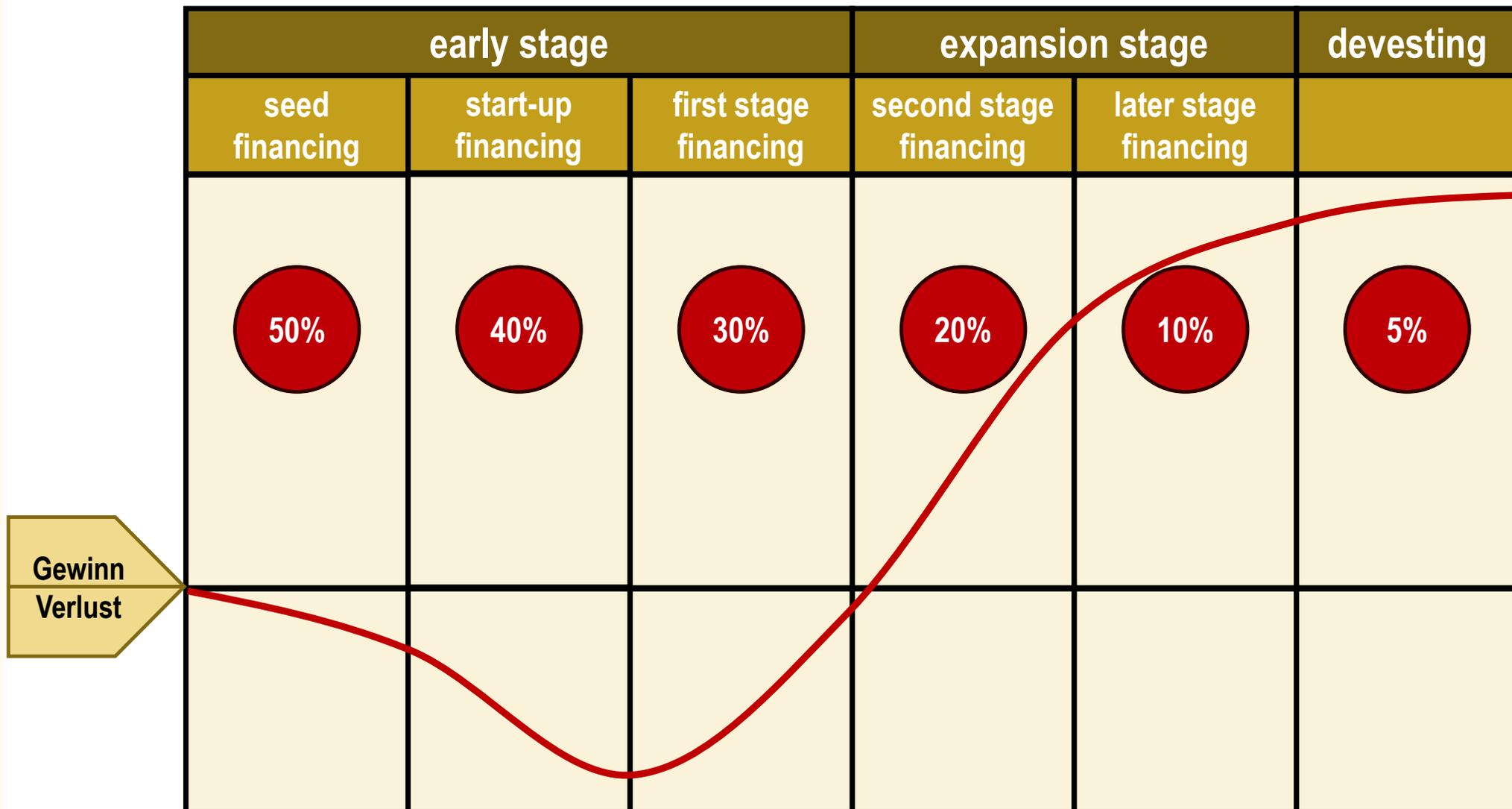
	Ausfallwahrscheinlichkeit	erforderliche langfristige Rendite
Staatsanleihe (CH)	0%	3%
Obligation	5%	5%
Blue Chip Unternehmen (SIX)	10%	9%
Technologiefirma (Nasdaq)	50%	20%
Biotech-Unternehmung	80%	50%

Risikoindikatoren bei Start-ups

- Lebensphase Unternehmung (Reifegrad / Financing Stage)
- Branche (Start-up bezogen)
- Markt (Start-up bezogen)
- Produkt
- Technologie
- Team
 - Operatives Team
 - Strategisches Team
- Planungszahlen



Lebensphase und Basiszinssatz



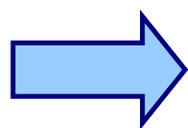
Branche: Branchenstrukturanalyse

Die Branchenstrukturanalyse nach dem Fünf-Kräfte-Modell (five forces) von Michael E. Porter ist ein Hilfsmittel zur Strategieberatung in der Planung und beschreibt die Kräfte, welche von der Umwelt auf die Unternehmung einwirken.

Das Fünf-Kräfte-Modell von Porter geht von der Annahme aus, dass die Attraktivität eines Marktes primär durch dessen Marktstruktur bestimmt ist, welche wiederum das strategische Verhalten der Unternehmen (wie bspw. deren Wettbewerbsstrategie) beeinflusst, was wiederum für deren Markterfolg entscheidend ist.



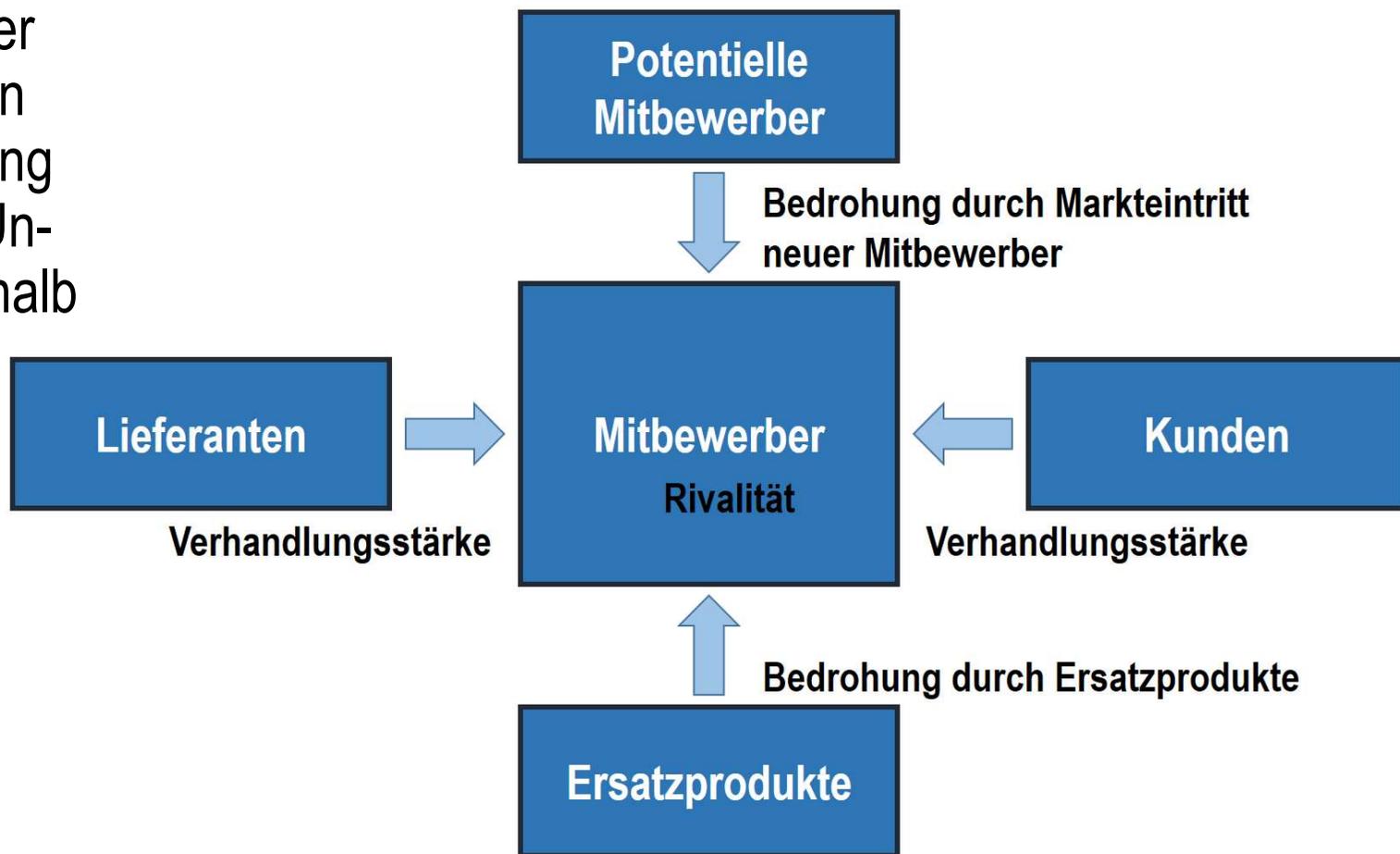
Michael Eugene Porter



der Erfolg einer Unternehmung ist indirekt von der Struktur des Marktes abhängig.

Branchenstrukturanalyse

Ausgangslage jeder Strategiediskussion ist die Positionierung der betreffenden Unternehmung innerhalb ihrer Branche.



Marktanalyse in Bezug auf Start-up

- Marktgrösse
 - Markt bereits existierend
 - Markt ist zu generieren
- Marktwachstum
 - wachsend
 - stagnierend
 - schrumpfend
- Marktdynamik
 - Grosse Veränderungsdynamik
 - Kleine Veränderungsdynamik
- Marktpotenzial
 - Grosses Marktpotential
 - Kleines Marktpotential



Produkt

- Entwicklungsstatus
 - Produkt konzeptionell definiert
 - Status funktionaler Prototyp
 - Status Design-Prototyp
 - Serienreife
- IP-Status (Patent-Situation)
 - Kopierbarkeit gegeben
 - Kopierbarkeit erschwert
- Vertrieb
 - Status Vertriebsorganisation
 - Risiko Gewährleistung
- Skalierbarkeit
 - hoch
 - tief



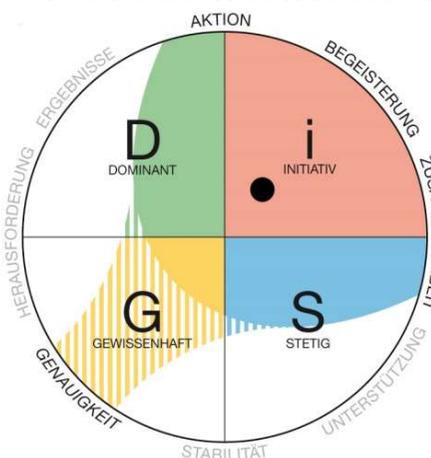
Technologie

- Innovationsgrad
- Alleinstellungsmerkmale
 - Materiell
 - Immateriell

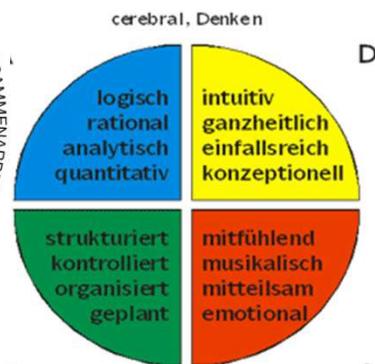


Team (operativ)

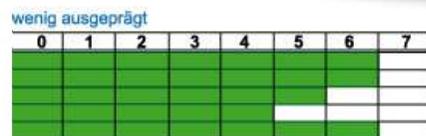
- Fachkompetenzen
 - Ausbildung
 - Branchenkenntnisse
 - Produkt-Know-How
- Erfahrungen in Unternehmensführung
- Netzwerk
- Persönlichkeits-Kompetenzen Gruppenprofil



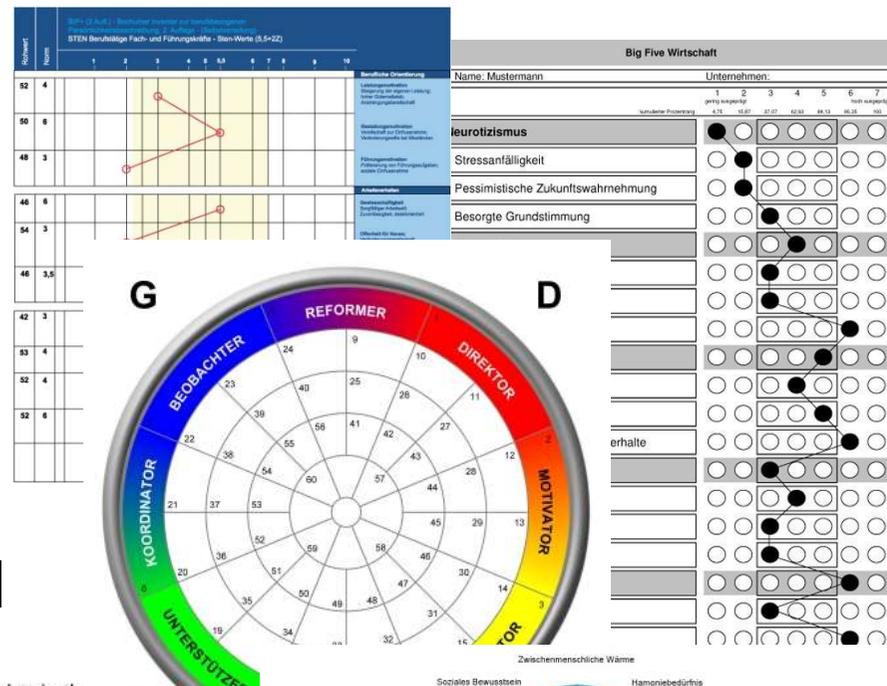
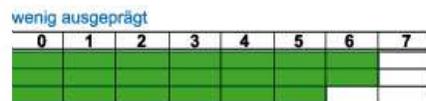
Das Herrman Dominanz Modell



aufgaben verfolgt der Proband - ab inem Abschluss kommen. Gleich tätien setzen und weniger Wichtig



bständigkeit
was richtig ist, ergreift selbständig die Initiative und legt utigung und Unterstützung benötigt er kaum. Er hält gern an dessen Erwartungen.



Team (strategisch)

- Fachkompetenzen
- Marktkompetenzen
- Netzwerk



Finanzierung von Unternehmenskäufen

Finanzierungsquellen

- Eigenmittel
- Verkäuferdarlehen
- Bankdarlehen
- Mezzanine Finanzierung durch Dritte

Eigenmittel

- Mindestens 1/3 des Kaufpreises
- Miteinbezug von Darlehen Nahestehender (Frage der Aktienanteile, bei Erwerbsholding allenfalls Rangrücktritte)

Verkäuferdarlehen

- Problematik des Risikotransfers
- Mitsprache/Mitentscheide des Verkäufers nach dem Verkauf
- Einflussnahme des Verkäufers (Einsitznahme im Verwaltungsrat)
- Bindung des Verkäufers (Earn-Out)

Bankdarlehen

- Finanzierungsvolumen:
40% bis 60% des Kaufpreises
- Amortisation:
innerhalb von 4 bis 7 Jahren aus erwirtschafteten freien Cashflows
- Besicherung:
Blankodarlehen mit Verpfändung der Gesellschaftsaktien, oft auch
Solidarbürgschaften der Käufer
- Verzinsung:
feste Zinssätze, 2% bis 5% über dem risikolosen Zinssatz

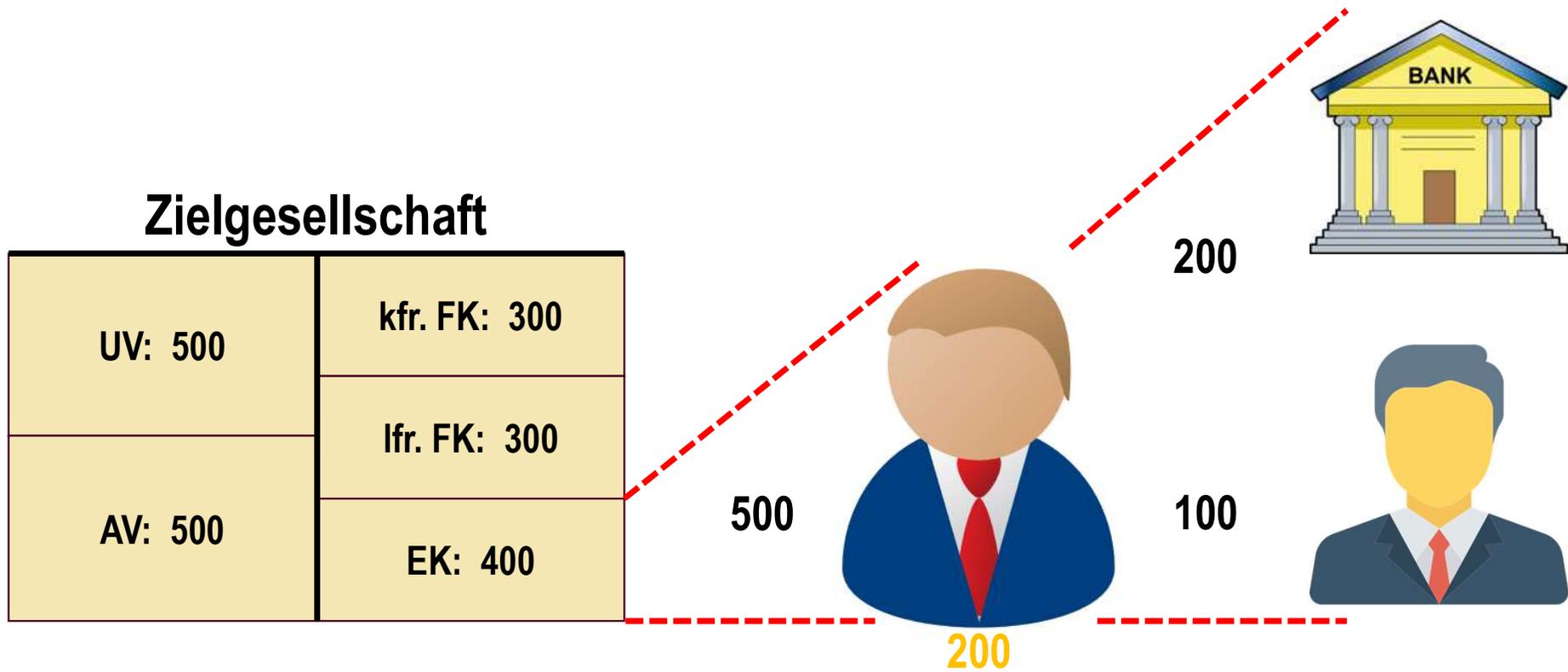
Mezzanine Finanzierung

- Vorteile einer Mezzaninfinanzierung
 - feste Zinssätze mit oftmals langfristiger Zinsbindung (=> Kalkulierbarkeit)
 - keine konkrete Sicherstellung notwendig
 - nachrangige Haftung im Insolvenzfall
 - Tilgungsfreiheit über einen längeren Zeitraum

Mezzanine Finanzierung

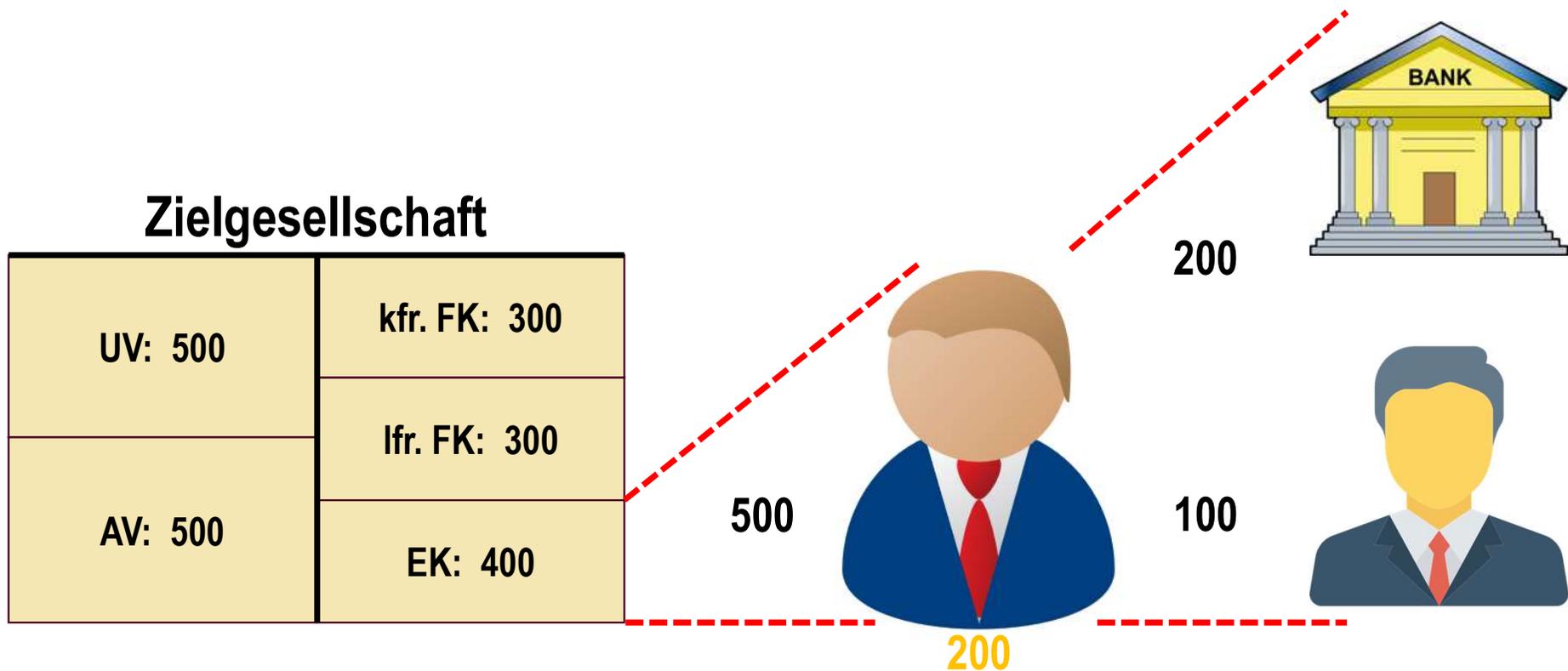
- Nachteile einer Mezzaninfinanzierung
 - Höhere Finanzierungskosten, das erhöhte Risiko des Kapitalgebers wird durch eine höhere Verzinsung im Vergleich zu einer Bankverzinsung ausgeglichen.
 - Mezzanin-Finanzierungsinstrumente sind nur für einen begrenzten Schuldnerkreis verfügbar, da das Mezzanin finanzierte Unternehmen stabile Cashflows und intakte Wachstumserwartungen nachweisen muss.
 - Für kleinere Unternehmen oder solche mit nur geringem Kapitalbedarf sind Mezzanin-Finanzierungsinstrumente eher ungeeignet.
 - Mezzanines Kapital wird ausschliesslich bei positiven Zukunftsprognosen zur Verfügung gestellt.
 - Die zeitlich befristete Laufzeit von Mezzaninen Darlehen kann sich bei Schwierigkeiten mit der Umfinanzierung auch negativ auswirken.
 - Die Komplexität der Verträge für Mezzaninfinanzierung erhöht die Transaktionskosten (Rechtsberatung etc.).

Übertragungsmodelle

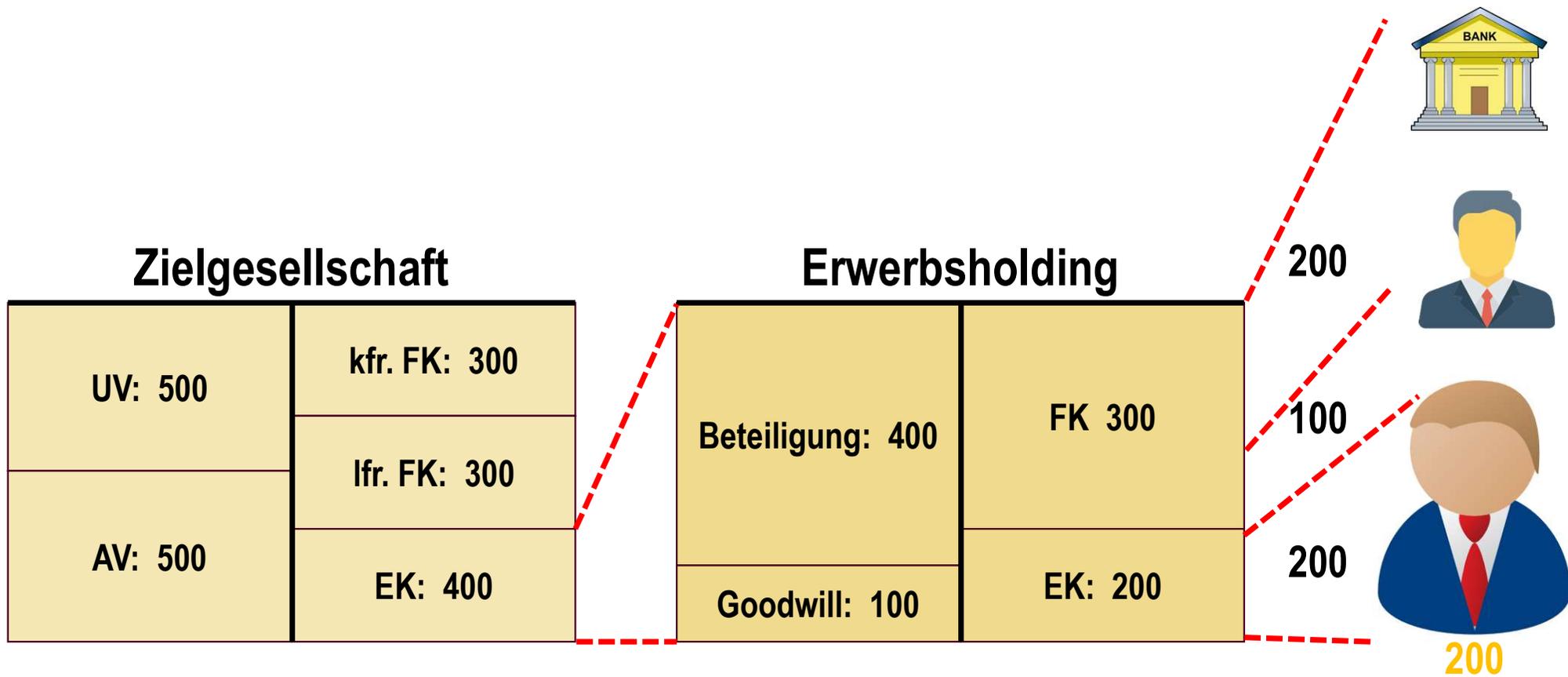


Übertragungsmodelle

- Einstufige Übertragungsmodelle
 - Problematik von bezahltem Mehrwert (Goodwill)
 - Zahlenbeispiel: Kauf einer Zielgesellschaft zum Preis von 500 mit Eigenmitteln von 200

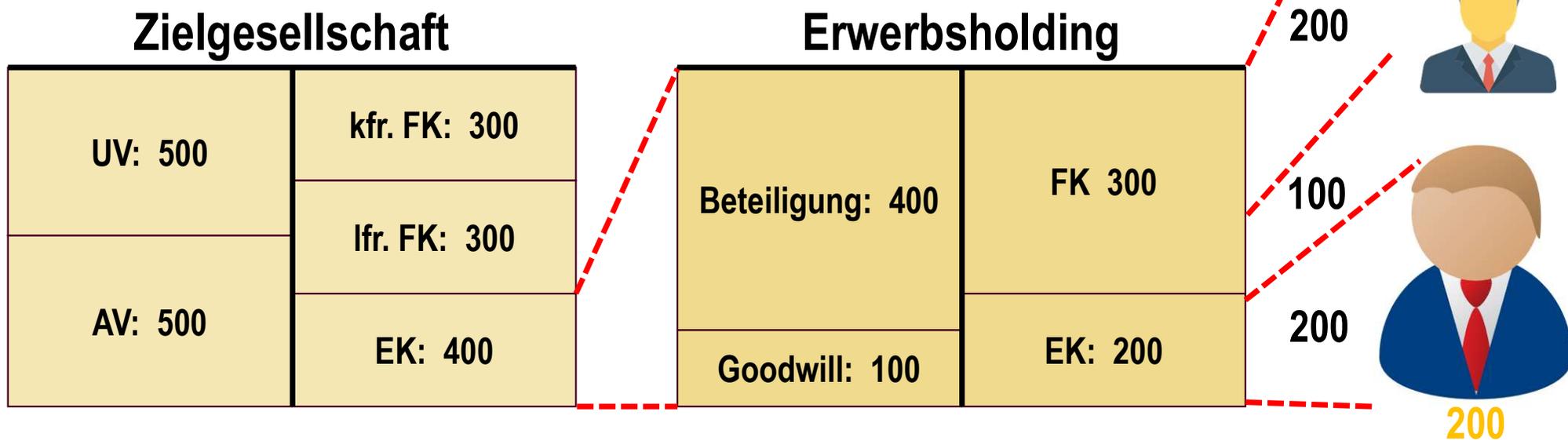


Übertragungsmodelle



Übertragungsmodelle

- Einstufige Übertragungsmodelle
 - Problematik von bezahltem Mehrwert (Goodwill)
- Zweistufige Übertragungsmodelle (Erwerbsholding)
 - Vereinfachung der Fremdfinanzierung
 - Zahlenbeispiel: Kauf einer Zielgesellschaft zum Preis von 500 mit Eigenmitteln von 200



Fusion

Unternehmenszusammenschlüsse (Fusion)

Eine Fusion ist die auf einem Fusionsvertrag beruhende Verschmelzung zweier oder mehrerer Rechtsträger zu einer Einheit.

Merkmale:

- Kontinuität der Mitgliedschaft
Schutz der Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter der übertragenden Einheit, da ihre Gesellschaft durch die Fusion untergeht.
- Universalsukzession
Sicherung der vermögensmässigen Kontinuität in der Fusion durch Übergang sämtlicher Aktiven und Passiven der übertragenden Gesellschaft auf die übernehmende Gesellschaft.
- Auflösung ohne Liquidation
Löschung der übertragenden Gesellschaft von Amtes wegen nicht durch Liquidation sondern durch Überführung in übernehmende Gesellschaft.

Fusionsarten

- Kombinationsfusion

$$A + B = C$$

- Absorptionsfusion

$$A + B = A$$

- Dreiecksfusion

$$A + B = A + B + D$$

- rückwärts abgewickelte Dreiecksfusion
(reverse triangular merger)

$$A + B + D = A + D$$

- Vorwärts- und Rückwärts-Fusion

- Vorwärts-Fusion

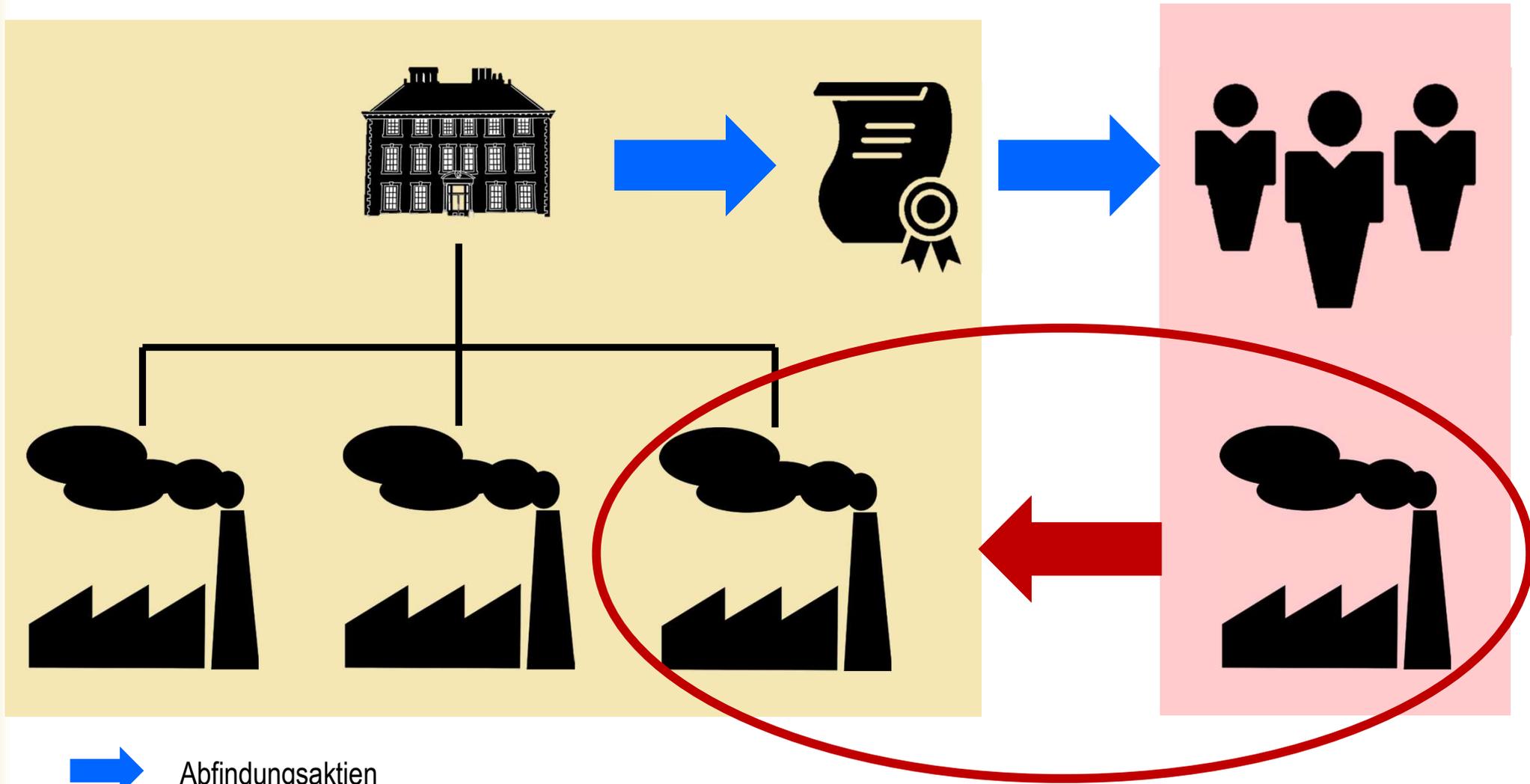
$$A + B = A$$

- Rückwärts-Fusion

$$A + B = B$$

Tochter von A (=D) übernimmt B

Dreiecksfusion



 Abfindungsaktien
 Beteiligungswerte

Fusionsarten

- Kombinationsfusion

$$A + B = C$$

- Absorptionsfusion

$$A + B = A$$

- Dreiecksfusion

$$A + B = A + B + D$$

- ~~rückwärts abgewickelte Dreiecksfusion
(reverse triangular merger)~~

~~$$A + B + D = A + D$$~~

- Vorwärts- und Rückwärts-Fusion

- Vorwärts-Fusion

$$A + B = A$$

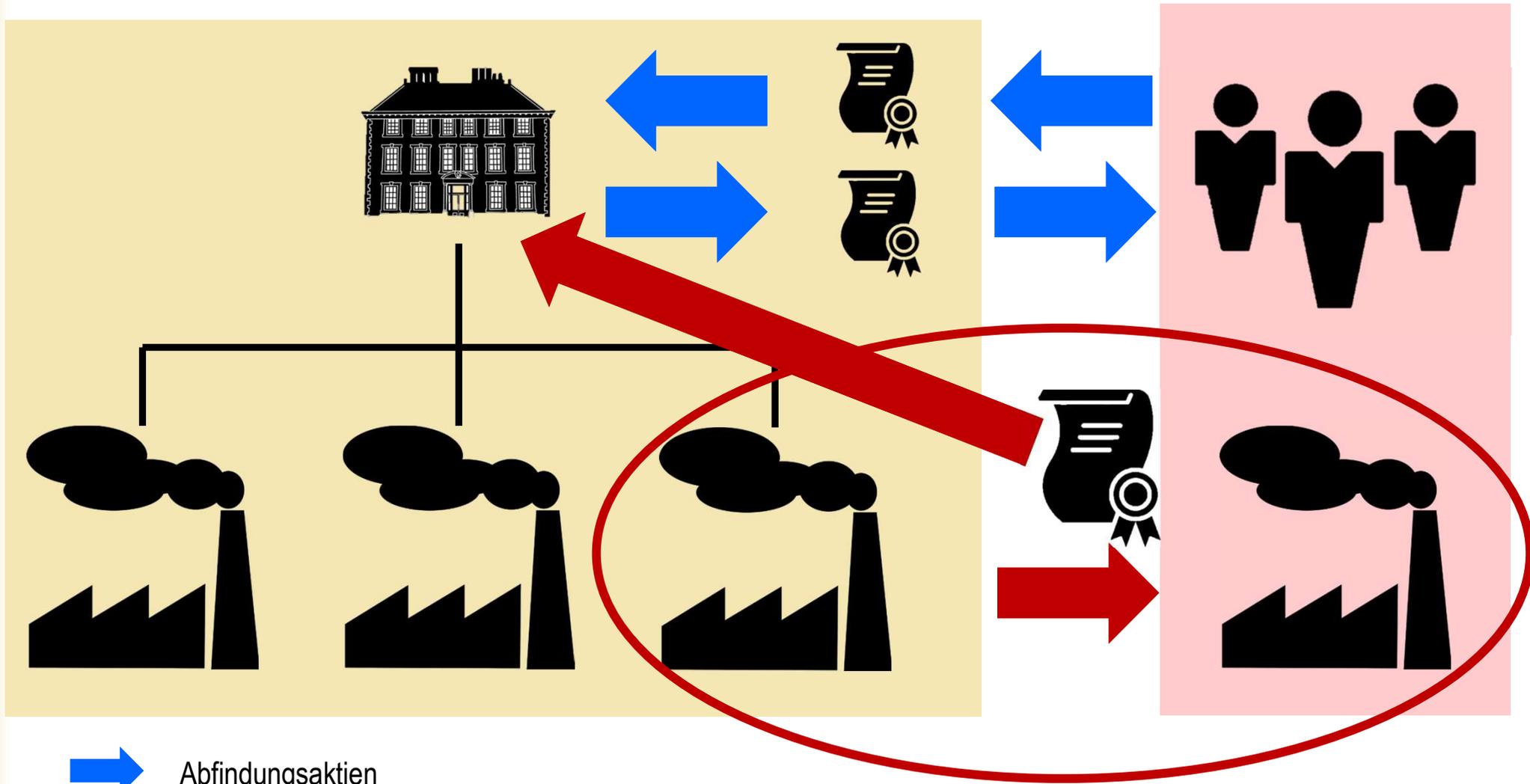
- Rückwärts-Fusion

$$A + B = B$$

Tochter von A (=D) übernimmt B

Zielgesellschaft (B) übernimmt Tochter von A (=D) und wird selbst Tochter von A

Reverse Triangular Merger



 Abfindungsaktien
 Beteiligungswerte

Fusionsarten

- Kombinationsfusion

$$A + B = C$$

- Absorptionsfusion

$$A + B = A$$

- Dreiecksfusion

$$A + B = A + B + D$$

- ~~rückwärts abgewickelte Dreiecksfusion
(reverse triangular merger)~~

~~$$A + B + D = A + D$$~~

- Vorwärts- und Rückwärts-Fusion

- Vorwärts-Fusion

$$A + B = A$$

- Rückwärts-Fusion

$$A + B = B$$

Tochter von A (=D) übernimmt B

Zielgesellschaft (B) übernimmt Tochter von A (=D) und wird selbst Tochter von A

Legende:

A: wirtschaftlich stärkerer Fusionspartner

B: wirtschaftlich schwächerer Fusionspartner

C: neue fusionierte Gesellschaft (Kombination)

D: Akquisitionsobjekt

Fusionsobjekte und Fusionsformen

Übertragender Rechtsträger \ Übernehmender Rechtsträger	Einzelunternehmung	Kollektivgesellschaft	Kommanditgesellschaft	Aktiengesellschaft	Kommanditaktiengesellschaft	Gesellschaft mit beschränkter Haftung	Genossenschaft	Genossenschaft ohne Anteilskapital	Verein	Stiftung	Vorsorgeeinrichtung	Institution des öffentlichen Rechts
Einzelunternehmung												
Kollektivgesellschaft		Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Kommanditgesellschaft		Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Aktiengesellschaft				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Kommanditaktiengesellschaft				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Gesellschaft mit beschränkter Haftung				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Genossenschaft				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja				
Genossenschaft ohne Anteilskapital				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja*			
Verein				Ja*	Ja*	Ja*	Ja*	Ja*	Ja			
Stiftung										Ja		
Vorsorgeeinrichtung											Ja	
Institution des öffentlichen Rechts				Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja		

* Rechtsträger muss im HR eingetragen sein

Fusionsverfahren

- schriftlicher Fusionsvertrag
- Fusionsberichte

Mindestinhalt des Fusionsvertrags nach Art. 13 FusG

Namen oder Firma, Sitz und Rechtsform der beteiligten Gesellschaften, im Fall der Kombinationsfusion auch Namen oder Firma, Sitz und Rechtsform der neuen Gesellschaft

• Inhalt des Fusionsberichtes (Art. 13 Abs. 1 FusG)

- Zweck und Folgen der Fusion.
- Umtauschverhältnis für Anteile und gegebenenfalls die Höhe der Ausgleichszahlungen bzw. die Mitgliedschaft der Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft bei der übernehmenden Gesellschaft.
- Gegebenenfalls die Höhe der Abfindung und die Gründe, weshalb anstelle von Anteils- und Mitgliedschaftsrechten nur eine Abfindung gewährt werden soll.
- Besonderheiten bei der Bewertung der Anteile im Hinblick auf die Festsetzung des Umtauschverhältnisses.
- Gegebenenfalls der Umfang der Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft.
- Gegebenenfalls die Nachschusspflicht, andere persönliche Leistungspflichten und die persönliche Haftung, die sich für die übertragenden Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft aus der Fusion ergeben.
- Bei der Fusion von Gesellschaften mit unterschiedlichen Rechtsformen die Pflichten, die den Gesellschafterinnen und Gesellschaftern in der neuen Rechtsform auferlegt werden können.
- Die Auswirkungen der Fusion auf die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer der an der Fusion beteiligten Gesellschaften sowie den Inhalt auf einen allfälligen Sozialplan.
- Die Auswirkungen der Fusion auf die Gläubigerinnen und Gläubiger der an der Fusion beteiligten Gesellschaften.
- Gegebenenfalls Hinweise auf erteilte oder ausstehende behördliche Bewilligungen.

Fusionsverfahren

- schriftlicher Fusionsvertrag
- Fusionsberichte
- Prüfung von Bilanzen, Fusionsvertrag und Fusionsberichte durch einen eingetragenen Revisor / eine eingetragene Revisorin
- Offenlegung von Fusionsvertrag, Fusionsbericht, Prüfungsbericht, Abschlüsse am Sitz der fusionierenden Gesellschaften
- Beschlussfassung der Generalversammlungen der fusionierenden Gesellschaften über Fusion
- Fusion wird mit Eintragung im Handelsregister wirksam und Löschung der übertragenden Gesellschaft erfolgt gleichzeitig

Intersport (Schweiz) AG, Ostermundigen

- 11 Fusion: Die Gesellschaft übernimmt bei der Kapitalerhöhung vom 23.10.2001 die Intersport Finanz AG, in Ostermundigen, durch Fusion. Aktiven von CHF 27'965'700.-- und Passiven von CHF 21'193'779.-- gehen gemäss Fusionsbilanz per 30.4.2001 durch Universalsukzession auf die Gesellschaft über; der Erhöhungsbetrag wurde entsprechend dem Fusionsvertrag liberiert. Die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft erhalten dafür 6'000 vollliberierte Namenaktien zu
- 28 Fusion: Übernahme der Aktiven und Passiven der Budget Sport Schweiz AG, in Ostermundigen (CH-036.3.047.524-4), gemäss Fusionsvertrag vom 27.11.2012 und Bilanz per 30.09.2012. Aktiven von CHF 761'615.00 und Passiven (Fremdkapital) von CHF 7'043'951.00, d.h. ein Passivenüberschuss von CHF 6'282'336.00, gehen auf die übernehmende Gesellschaft über. Gemäss Bestätigung des staatlich beaufsichtigten Revisionsunternehmens verfügt die übernehmende Gesellschaft über frei verwendbares Eigenkapital und es liegt ein Rangrücktritt im Umfang des Kapitalverlustes und der Überschuldung vor. Da dieselbe Aktionärin sämtliche Aktien der an der Fusion beteiligten Gesellschaften hält, findet weder eine Kapitalerhöhung noch eine Aktienzuteilung statt.
- 14

Kraftloserklärung

KRAFTLOSERKLÄRUNG der restlichen Beteiligungspapiere gemäss Art. 33 BEHG

2. Veröffentlichung

Klage vom 22. November 2010
(HOR.2010.52)

In Sachen

Credit Suisse Group AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich
vertreten durch Dr. iur. Gaudenz G. Zindel, Rechtsanwalt, Bahnhofstrasse 13, 8001 Zürich,
Klägerin

gegen

Neue Aargauer Bank AG, Bahnhofstrasse 49, 5000 Aarau
Zustelladresse: Neue Aargauer Bank AG, Rechtsdienst NOR, Postfach, 5001 Aarau,
Beklagte

betreffend Kraftloserklärung von Beteiligungspapieren im Sinne von Art. 33 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel («BEHG»)

Rechtsbegehren:

1. Es seien sämtliche sich im Publikum befindenden Namenaktien der Beklagten mit einem Nennwert von je CHF 50.– [Valorennummer 397'719, ISIN CH 000 397719 3] für kraftlos zu erklären.
2. Alles unter Kostenfolgen zulasten der Beklagten.

Gemäss Art. 33 BEHG kann der Anbieter, der nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, innerhalb einer Frist von drei Monaten vom Richter die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere verlangen. Zu diesem Zweck muss der Anbieter Klage gegen die Gesellschaft erheben. Die restlichen Aktionäre, welche noch Aktien besitzen, können dem Verfahren beitreten.

Gestützt auf Art. 33 BEHG setzt das Handelsgericht des Kantons Aargau **den Aktionären der Neuen Aargauer Bank AG eine Frist von drei Monaten seit der ersten Veröffentlichung am 15. Dezember 2010 dieser Bekanntmachung im Schweizerischen Handelsamtsblatt an, um dem Verfahren beizutreten.** Der Beitritt ist gegenüber dem Handelsgericht des Kantons Aargau, Obere Vorstadt 37, 5000 Aarau, zu erklären, unter Angabe der vollständigen Adresse des Beitretenden und, im Falle des Sitzes bzw. Wohnsitzes im Ausland, der Zustelladresse in der Schweiz. Ferner ist mit der Beitrittserklärung ein klarer Antrag des Beitretenden in Bezug auf das oben aufgeführte Rechtsbegehren zu stellen. Im Falle des Stillschweigens der betroffenen Aktionäre innert der angesetzten Frist wird Verzicht auf den Beitritt angenommen. Entspricht eine Beitrittserklärung den vorstehend erwähnten, formellen Anforderungen nicht, wird darauf nicht eingetreten.

Handelsgericht des Kantons Aargau
Der Präsident:
Knecht

Quelle: Neue Zürcher Zeitung, 17.01.2011, Seite 18

Möglichkeiten der Tauschwertangleichung

- Reduktion des Tauschwertes von Aktien
 - Nennwertreduktion mit Nennwertrückzahlung
 - Ausgabe von Gratisaktien
 - Reserveausschüttung
 - Kapitalerhöhung mit Kapitalverwässerung
 - Kapitalherabsetzung durch Rückkauf von Aktien über dem Tauschwert
- Erhöhung des Tauschwertes von Aktien
 - Nennwerterhöhung durch Zuzahlung der Aktionäre
 - Zuzahlung der Aktionäre in die Reserven
 - Kapitalerhöhung mit Kapitalverdichtung
 - Kapitalherabsetzung durch Rückkauf von Aktien unter dem Tauschwert