

UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Unternehmensbewertung im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung

WISSEN – VERSTEHEN – ANWENDEN



Autoren: Thomas Schmitt
Marcel Hirsiger

Startlink AG, Fachverlag, 8142 Uitikon
Auflage 2.2, März 2020

Inhaltsverzeichnis

Vorwort..... 1

Konventionen 1

Inhaltsverzeichnis 2

Teil I Einführung in die Unternehmensbewertung 6

1. Grundsatzfrage der Unternehmensbewertung..... 6

1.1. Der richtige Unternehmenswert..... 6

2. Gründe für Unternehmensbewertungen 6

2.1. Motivation des Erwerbs von Unternehmungen 7

2.2. Motivation des Veräußerers von Unternehmungen 7

3. Formen von Unternehmensverbindungen 7

4. Bewertungsprozess von Unternehmungen 7

5. Probleme bei Unternehmensbewertungen 8

5.1. Wertkonzeptionen in der Unternehmensbewertung 8

5.1.1. Objektiver Unternehmenswert 8

5.1.2. Subjektiver Unternehmenswert 8

5.1.3. Konklusion 8

5.2. Wertfunktionen 8

5.2.1. Entscheidungswert 8

5.2.2. Arbitriumwert 8

5.2.3. Argumentationswert 8

5.2.4. Neutraler Fortführungswert 9

6. Allgemeine Prinzipien 9

6.1. Vorgehen 9

6.2. Brutto- und Nettowerte, «Entity»- und «Equity»-Ansätze 9

6.3. Relevanz von Rechnungslegungsvorschriften 9

7. Übersicht über die Methoden der Unternehmensbewertung 10

7.1. Segmentierung nach Komponenten und Phasen 10

7.2. Segmentierung nach Berechnungsorientierung 10

Teil II Mergers & Acquisitions 12

1. Phasen des M&A 12

2. Bereiche des M&A 12

3. Entwicklung des M&A 12

3.1. Entwicklung des Merger- und Akquisitions-Bereichs in den USA 13

4. Messung des Fusionserfolges 14

5. Abwehrstrategien bei «unfreundlichen Übernahmen» 15

6. Bonität 16

6.1. Begriff 16

6.1.1. Kreditfähigkeit 16

6.1.2. Kreditwürdigkeit 16

6.2. Bonitätsprüfung 16

6.2.1. Statische Bonitätsprüfung 16

6.2.2. Dynamische Bonitätsprüfung 16

6.3. Ausgewählte Prüfungsverfahren 16

6.3.1. CCCC 16

6.3.2. Rating-Agenturen 17

6.3.3. Rating-Systeme 18

6.3.4. Rating-History «Swissair» (Moody's Investor Service) 18

6.3.5. Bonitätspolitik Schweizer Geschäftsbank 19

6.3.6. Die 4 Elemente des Kreditvergabeentscheids 19

6.3.7. Überblick der Rating-Einteilungen verschiedener Bankinstitute 19

6.3.8. Das Rating der Credit Suisse für KMU 20

6.3.9. Rating bei Hypothekarkrediten 20

Teil III Substanzorientierte Verfahren 21

1. Einführung 21

2. Substanzwertmethode zu Reproduktionswerten 21

2.1. Problematik der Bewertung 22

2.2. Allgemeine Berechnungsgrundlage des Substanzwertes 22

2.2.1. Reproduktions- bzw. Wiederbeschaffungswert 22

2.2.2. Anschaffungs- bzw. Herstellungswert 22

2.2.3. Liquidationswert 23

2.3. Bewertung von einzelnen Bilanzpositionen 23

2.3.1. Flüssige Mittel 23

2.3.2. Wertschriften 23

2.3.3. Debitoren / Forderungen 24

2.3.4. Warenvorräte 25

2.3.5. Mobilien und Maschinen 25

2.3.6. Liegenschaften 30

| | |
|---|-----------|
| 2.3.7. Immaterielle Vermögenswerte | 34 |
| 2.3.8. Fremdkapital..... | 34 |
| 2.3.9. Rückstellungen | 34 |
| 2.3.10. Rückstellungen für latente Steuern..... | 34 |
| 2.4. Allgemeine Berechnungsgrundlage des Substanzwertes..... | 36 |
| 2.5. Goodwill..... | 36 |
| 2.5.1. Persönliche, subjektiv bedingte Faktoren zur Goodwill-Bemessung..... | 36 |
| 2.5.2. Sachliche, objektgebundene Faktoren zur Goodwill-Bemessung..... | 37 |
| 2.5.3. Berechnung des Goodwills..... | 37 |
| 2.5.4. Bilanzierung des Goodwills..... | 37 |
| 2.5.5. Probleme der Goodwill-Bemessung..... | 37 |
| 2.6. Goodwill-Positionen in CH-Unternehmungen..... | 37 |
| 2.7. Beurteilung des Substanzwertes..... | 38 |
| Teil IV Gewinnorientierte Verfahren..... | 39 |
| 1. Ertragswertmethoden | 39 |
| 1.1. Einfache Ertragswertmethode..... | 39 |
| 1.2. Differenzierte Ertragswertmethode..... | 39 |
| 1.3. Der Zukunftserfolg..... | 40 |
| 1.3.1. Methoden der Ermittlung des Zukunftserfolges..... | 40 |
| 1.3.2. Berechnungsvarianten..... | 42 |
| 1.3.3. Kapitalisierungszinssatz..... | 42 |
| 1.3.4. Ermittlung des Zukunftsgewinnes..... | 42 |
| 1.3.5. Bereinigung relevanter Erfolgspositionen..... | 42 |
| 1.4. Interfinanzformelmethode..... | 46 |
| 1.5. Dynamisierte Ertragswertmethode..... | 46 |
| 2. Mittelwertmethoden..... | 46 |
| 2.1. Einfache Mittelwertmethode..... | 46 |
| 2.2. Modifizierte Mittelwertmethode..... | 47 |
| 2.2.1. Praktikermethode..... | 47 |
| 2.2.2. Gewichtete Mittelwertmethode..... | 47 |
| 3. Übergewinnverfahren | 47 |
| 3.1. Angelsächsischer Ansatz..... | 47 |
| 3.2. «Residual Income Model» – «static» (statische, verkürzte Goodwillrentenmethode)..... | 48 |
| 3.3. «Residual Income Model» - «dynamic» (dynamische, verkürzte Goodwillrentenmethode)..... | 48 |
| 3.4. «Economic Value Added»-Methode (EVA)..... | 52 |
| 3.4.1. Einleitung..... | 52 |
| 3.4.2. Konzept des «Shareholder Value»..... | 52 |
| 3.4.3. Umsetzung des EVA-Ansatzes..... | 53 |
| 3.4.4. Konvertierung von Rechnungswesenszahlen in EVA-Grössen..... | 55 |
| 3.4.5. Steuereffekte in der EVA-Berechnung..... | 57 |
| 3.4.6. Beispiel einer EVA-Berechnung..... | 57 |
| Teil V Cashflow-orientierte Verfahren | 60 |
| 1. Konzept der «Discounted Cashflow»-Methode (DCF) | 60 |
| 1.1. Anwendungsbereich / Abgrenzung..... | 60 |
| 1.2. «Shareholder Value»..... | 60 |
| 1.3. Wertsteigerungs-Netzwerk nach Rappaport..... | 61 |
| 1.4. Struktur der DCF-Methode..... | 62 |
| 1.5. DCF-Methode nach «Weighted Average Capital Cost» (WACC)..... | 62 |
| 1.5.1. Unternehmenswert nach DCF..... | 62 |
| 1.6. Elemente der DCF-Methode..... | 62 |
| 1.6.1. Prognosezeitraum..... | 62 |
| 1.6.2. «Free Cashflow»..... | 63 |
| 1.6.3. Beurteilung der beiden «Free Cashflow»-Ansätze..... | 65 |
| 1.6.4. Kapitalkosten..... | 69 |
| 1.6.5. Residualwert..... | 69 |
| 1.7. Zusammenhang EVA - DCF..... | 71 |
| 1.8. DCF-Methode nach «Adjusted Present Value» (APV)..... | 71 |
| 1.9. DCF-Methode nach «Flow to Equity» (FTE)..... | 71 |
| Teil VI Ausschüttungsorientierte Verfahren | 74 |
| 1. «Zero Growth»-Modell | 74 |
| 2. «Constant Growth»-Modell..... | 74 |
| 3. Zweistufiges «Dividend Discount»-Modell | 74 |
| Teil VII Marktorientierte Verfahren | 75 |
| 1. «Market Value Added» (MVA)..... | 75 |
| 1.1. Unternehmensbewertung mittels «Market Value Added»..... | 75 |
| 1.2. Börsenkurswertvergleich..... | 75 |
| 1.3. Berechnungsweise von MVA..... | 75 |
| 2. Multiplikatoren («Multiples» oder Leistungswertvergleiche)..... | 77 |
| 2.1. Grundkonzept der Multiplikatoren-Methode..... | 77 |
| 2.2. «Trading Multiples»..... | 77 |

| | |
|--|------------|
| 2.3. «Transaction Multiples» | 77 |
| 2.4. Kombinationen von Multiplikatoren | 78 |
| 2.5. Beispiele von «Multiples» | 78 |
| 2.5.1. Preisfindung mittels «Multiples» | 79 |
| Teil VIII Weitere Verfahren..... | 81 |
| 1. «Venture-Capital»-Methode..... | 81 |
| 1.1. Einführung | 81 |
| 1.2. Gründe für die Bewertung | 81 |
| 1.3. Die Finanzierungsstufen des «Venture Capital» | 81 |
| 1.4. Die «Venture Capital»-Methode | 82 |
| 1.4.1. Begriffe | 83 |
| 1.4.2. Anwendungsbeispiel | 83 |
| 2. «Real Options»-Methode | 85 |
| 2.1. Funktionsweise der «Real Options»-Methode | 85 |
| 2.2. Beurteilung der «Real Options»-Methode | 85 |
| 3. «Earn Out»-Verfahren | 86 |
| 3.1. Ziele und Motive des «Earn Out»-Ansatzes | 86 |
| 3.2. Gestaltungsformen des «Earn Out»-Verfahrens | 86 |
| 3.2.1. Methodische Bestandteile des «Earn Out» | 87 |
| 3.2.2. Beurteilung | 87 |
| 3.3. Bemessung des variablen Anteils | 87 |
| 3.3.1. Fester Standard | 87 |
| 3.3.2. Variabler Standard | 88 |
| 3.3.3. Kumulativer Standard | 88 |
| 3.4. Kritische Punkte bei der Vertragsgestaltung | 88 |
| 3.4.1. Strategisches Verhalten | 88 |
| 3.4.2. «Earn Out»-Periode | 88 |
| 3.4.3. Massgrösse | 88 |
| 3.4.4. Abwicklungskontrolle | 88 |
| 3.4.5. Zahlungssicherung | 88 |
| 3.4.6. Streitbeilegung | 88 |
| 3.5. Fazit | 89 |
| 4. Geschäftswertabschreibungsmethode | 90 |
| 4.1. Unbefristete Geschäftswertabschreibung | 90 |
| 4.2. Befristete Geschäftswertabschreibung | 90 |
| Teil IX Spezielle Fragestellungen der Unternehmensbewertung | 92 |
| 1.1. Unternehmensanteil als Bewertungsobjekt | 92 |
| 1.1.1. Objektive Werte von Unternehmensanteilen | 92 |
| 1.1.2. Subjektive Werte von Unternehmensanteilen | 92 |
| 1.2. Bewertung von Synergien | 92 |
| 1.2.1. Definition Synergien | 92 |
| 1.2.2. Synergieeffekte und Unternehmenswertermittlung | 93 |
| 1.2.3. Fazit | 94 |
| 1.3. Berücksichtigung von Verlustvorträgen | 94 |
| 1.3.1. Indirekte Ermittlung | 94 |
| 1.3.2. Direkte Ermittlung | 94 |
| 1.4. «Discounts» und «Premia» | 94 |
| 1.5. Bewertung von Pensionsrückstellungen | 95 |
| 1.6. Bewertung von Startup-Unternehmen | 95 |
| 1.6.1. Probleme bei Startup-Bewertungen | 95 |
| 1.6.2. Eignung von Bewertungsmethoden für Startup-Unternehmen | 96 |
| 1.6.3. Risikoidikatoren bei Startup-Unternehmen | 98 |
| 2. Bewertung von Marken | 99 |
| 2.1. Fokus «Markenwert» | 99 |
| 2.2. Definition «Marke» | 99 |
| 2.3. Der Markenwert | 99 |
| 2.3.1. Finanzorientierte Markenbewertungsmethoden | 99 |
| 2.3.2. Integrative Ansätze der Markenbewertung | 100 |
| 2.3.3. Übersicht Verfahren der Markenbewertung | 102 |
| Teil X Finanzierung von Unternehmenskäufen | 103 |
| 1. Finanzierungsquellen | 103 |
| 1.1. Eigenmittel | 103 |
| 1.2. Verkäuferdarlehen | 103 |
| 1.3. Bankdarlehen | 103 |
| 1.4. Mezzaninkapital | 103 |
| 2. Übertragungsmodelle | 104 |
| 2.1. Einstufige Übertragungsmodelle | 104 |
| 2.2. Zweistufige Übertragungsmodelle (Erwerbsholding) | 104 |
| 3. Abwicklungsvarianten | 105 |
| 3.1. «Leveraged Buy Out» | 105 |

| | |
|---|------------|
| Teil XI Der Bewertungsbericht | 106 |
| 1. Auftrag | 106 |
| 2. Durchführung der Bewertung | 106 |
| 3. Stellung des Bewertungsexperten | 107 |
| 4. Grundsätzliches zur Bewertung | 108 |
| 5. Ermittlung des Unternehmenswertes..... | 109 |
| 6. Schlussbemerkungen | 109 |
| Teil XII Unternehmenszusammenschlüsse | 110 |
| 1. Fusion | 110 |
| 1.1. Merkmale | 110 |
| 1.1.1. Kontinuität der Mitgliedschaft | 110 |
| 1.1.2. Universalsukzession..... | 110 |
| 1.1.3. Auflösung ohne Liquidation | 110 |
| 1.2. Fusionsobjekte | 110 |
| 1.3. Fusionsformen..... | 110 |
| 1.4. Fusionsverfahren..... | 110 |
| 1.5. Wertung Fusionsgesetz..... | 111 |
| 2. Fusionspartner | 111 |
| 2.1. Übernehmende und übertragende Gesellschaft | 111 |
| 3. Fusionsarten | 111 |
| 3.1. Kombinationsfusion | 111 |
| 3.2. Absorptionsfusion..... | 111 |
| 3.3. Dreiecksfusion | 111 |
| 3.4. Vorwärts- und Rückwärts-Fusion | 111 |
| 3.5. Rechtsformgleiche und rechtsformübergreifende Fusion | 112 |
| 4. Finanzieller Unternehmenszusammenschluss | 113 |
| 4.1. Berechnungstechnischer Ablauf eines Unternehmenszusammenschlusses..... | 113 |
| 4.2. Ermittlung von Tauschwert und Umtauschverhältnis | 113 |
| 4.3. Möglichkeiten der Aktienwertangleichung | 113 |
| 4.3.1. Reduktion des Aktienwertes..... | 113 |
| 4.3.2. Erhöhung des Aktienwertes | 113 |
| 4.4. Abfindungsaktien | 113 |
| 4.5. Fusionserfolg | 114 |
| 4.5.1. Fusionsgewinn..... | 115 |
| 4.5.2. Fusionsverlust | 115 |
| 4.5.3. Berechnungsbeispiel Fusionserfolg | 115 |
| Teil XIII Exkurs risikogerechte Kapitalkosten | 121 |
| 1. WACC – «Weighted Average Cost of Capital» | 121 |
| 1.1. Definition..... | 121 |
| 1.2. Berechnung | 121 |
| 1.2.1. WACC ohne Steuereffekt | 121 |
| 1.2.2. WACCs mit Steuereffekt | 121 |
| 1.3. Einflussfaktoren des WACC/WACCs | 122 |
| 2. CAPM – «Capital Asset Pricing Model» | 122 |
| 2.1. Definition..... | 122 |
| 2.2. Modellprämissen | 122 |
| 2.3. Grundlagen..... | 123 |
| 2.4. Beispiel Eigenkapitalkostensatz Lufthansa | 123 |
| 2.5. Beta-Wert | 124 |
| 2.5.1. Beispiele für Beta-Werte aus der Praxis | 124 |
| 2.5.2. Aktien-Beta von börsenkotierten Unternehmen | 124 |
| 2.5.3. Beta-Werte nicht börsenkotierter Unternehmen | 125 |
| 2.5.4. «Unlevered» und «Relevered Beta» | 126 |
| 2.6. Kritische Würdigung des CAPM | 126 |
| 3. E/P-Ratio («Earning/Price»-Ratio)..... | 126 |
| 4. Dividenden-Wachstums-Modell | 126 |
| Teil XIV Fallstudien Unternehmensbewertung | 128 |
| Teil XV Gesamtrepetitionsaufgaben | 131 |
| Teil XVI Anhang | 133 |
| 1. Verzeichnis der Aufgaben | 133 |
| 2. Tabellenverzeichnis | 134 |
| 3. Abbildungsverzeichnis | 135 |
| 4. Literaturverzeichnis | 135 |
| 5. Stichwortverzeichnis | 136 |
| 6. Abzinsungsfaktoren-Tabelle | 138 |
| 7. Rentenbarwertfaktoren-Tabelle | 139 |