

BEWERTUNG VON (KMU-) DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN –  
EIN GANZHEITLICHER ANSATZ FÜR DIE BEWERTUNG

**DISSERTATION**

der Universität St. Gallen,  
Hochschule für Wirtschafts-,  
Rechts- und Sozialwissenschaften  
sowie Internationale Beziehungen (HSG)  
zur Erlangung der Würde eines  
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

**Joseph Sonderegger**

von

Altstätten (St. Gallen)

Genehmigt auf Antrag der Herren

**Prof. Dr. Thomas Berndt**

und

**Prof. Dr. Lukas Glanzmann**

Dissertation Nr. 4114

RVA Druck und Medien AG, Altstätten 2013

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 29. Oktober 2012

Der Rektor:

Prof. Dr. Thomas Bieger

# Danke

An dieser Stelle möchte ich mich bei all jenen Personen bedanken, welche mich während der Ausfertigung meiner Doktorarbeit unterstützt haben.

In erster Linie gilt der Dank meiner verständnisvollen und herzlichen Ehefrau. Ihr und unserer Tochter Emma ist die vorliegende Dissertation gewidmet.

Meine Eltern, welche mich in meinem Werdegang massgeblich unterstützt haben, bin ich zu tiefem Dank verpflichtet.

Sowohl in fachlicher wie auch menschlicher Hinsicht möchte ich mich bei meinem Doktorvater Prof. Dr. rer. pol. Thomas Berndt, und dem Korreferenten Herrn Prof. Dr. iur. LLM Lukas Glanzmann bedanken. Ihre grossherzige Unterstützung in Form wertvoller Inputs und jederzeit „offener Ohren“ habe ich zu keiner Zeit als Selbstverständlichkeit empfunden.

Ein Dank geht auch an die Interviewpartner, bei welchen ich stets offene Türen vorgefunden habe. Insbesondere möchte ich mich bei Thomas Schneller bedanken, welcher mir zu Beginn meiner Arbeit beigestanden ist.

Ebenfalls danken möchte ich Herrn Werner Grübel, welcher mir bei der Fertigstellung der Arbeit mit wertvollen Tips unterstützend mitgewirkt hat.

Schliesslich gehört auch mein aufrichtiger Dank den vielen weiteren Personen, die ich nicht namentlich nennen möchte, welche mich bei der Arbeit ebenfalls in irgendwelcher Form unterstützt haben.

# Abstract

„Einen richtigen Unternehmenswert per se gibt es nicht!“<sup>1</sup>

Diese provokative Aussage scheint im Zuge der Unternehmensbewertungen und in einer Dissertation zu diesem Thema unangebracht zu sein. Inwiefern dieser Ausspruch jedoch seine Richtigkeit hat, wird im ersten Teil der Arbeit aufgezeigt. Darin werden verschiedene Bewertungsmethoden durchleuchtet, um dem Leser einen Überblick über bestehende Bewertungsansätze aufzuzeigen.

Im zweiten Teil der Arbeit wird anhand von sieben Praxisfällen dargelegt, wie die Bewertung in der täglichen Anwendung durchgeführt wurde. Es zeigte sich, dass in vielen Fällen keine mustergültigen Bewertungsansätze zur Bewertung verwendet wurden. In der Regel wurde mit wenig Aufwand eine Basis zur Diskussion erarbeitet. Viel wichtiger war den jeweiligen Verkäufern die Tatsache, dass ein Unternehmen nach dem Verkauf in „guten Händen“ verbleibt.

Der dritte Teil fokussiert auf Gerichtsentscheide mit den darin angewandten Bewertungsmethoden und –verfahren. Eine gerichtliche Bewertung hat ihre Eigenheiten. Eine verlässliche Aussage darüber, wie Bewertungen durchzuführen sind, lässt sich jedoch anhand der Gerichtsentscheide nicht machen. Vielmehr ist auch aus der Analyse der Gerichtsentscheide erkennbar, dass die individuelle Situation, aber auch Value Drivers einen massgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert bewirken.

Im vierten Teil der Arbeit wird deshalb der Fokus von der eigentlichen Bewertung in Richtung der Value Drivers gelenkt. Mittels Literaturrecherche konnten Value Drivers identifiziert werden, welche auf Dienstleistungsunternehmen einen signifikanten Einfluss ausüben.

---

<sup>1</sup> vgl. Meyer, 2002, S. 582.

Auf Basis dieser Value Drivers wurde anschliessend eine Befragung von rund 650 Treuhandunternehmen<sup>2</sup> durchgeführt. Ziel dabei war herauszufinden, wie diese Value Drivers entsprechend eingesetzt werden können, um den Unternehmenswert mittel- bis langfristig steigern zu können. Mit einer Rücklaufquote von 164 Fragebogen (=25.3%) sind die Ergebnisse als statistisch signifikant zu betrachten.

Dank den Erkenntnissen aus der Umfrage wurde im fünften Teil der Arbeit ein Analyseinstrument entwickelt. Dieses hilft potenziellen Käufern den Unternehmenswert nach dem Kauf langfristig zu erhalten resp. nachhaltig zu steigern.

---

<sup>2</sup> Als Teil der KMU-Dienstleistungsunternehmen.

# Summary

„A true value of a firm is not available!“<sup>3</sup>

This provocative statement seems to be inadequate in the course of evaluating a firm, especially in a doctoral thesis, which primarily is concerned with this subject. The first part of this paper reveals, to what extent the above mentioned statement is true. To give the reader an overview about the existing evaluation approaches, therein different valuation methods are examined.

Based on seven real cases, the second part of this paper shows how firm valuations are done in daily use. It becomes apparent that standard valuation methods haven't been applied in many cases. Predominantly a basis for discussion has been acquired by small effort. Vendors focus based more on the fact that - in order of succession - the company/firm is in good hands than on the valuation process itself.

The third part of this doctoral thesis focuses on law cases and especially on the therein applied valuation methods and procedures. A judicial valuation has its own peculiarities. Referring to the examined law cases, a reliable statement of how valuations of firms should be performed is not possible. The analysis of the law cases rather shows, that the individual situation, but also the "value drivers" may have a significant influence on the value of a firm.

Due to the insights of the first three parts of this doctoral thesis, the focus of the fourth part has been displaced from the actual valuation to the value drivers. Through literature research, value drivers - which have significant impacts on companies providing services - were identified.

---

<sup>3</sup> see Meyer, 2002, p. 582.

On the basis of these value drivers, a survey of 650 accountancy firms has been conducted. The primary purpose of this survey was to figure out, how value drivers can be applied accordingly to increase the firm value in a mid- and long-term perspective. With a rate of return of 164 questionnaires (=25.3%), the result can be considered as statistically significant.

Arising from the result of the questionnaires, an analysis instrument has been developed in the fifth part of this doctoral thesis. This instrument should help potential investors to maintain or even increase the firm value in a long-term perspective after the transaction.



# Inhaltsverzeichnis

DANKE .....	III
ABSTRACT .....	IV
SUMMARY .....	VI
INHALTSVERZEICHNIS .....	IX
ABKÜRZUNGEN.....	XVI
TABELLENVERZEICHNIS .....	XIX
ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	XX
<b>1. EINLEITUNG.....</b>	<b>1</b>
1.1 MOTIVATION.....	3
1.2 RELEVANZ.....	6
<b>2. EINGRENZUNG DER FORSCHUNGSFRAGE .....</b>	<b>9</b>
2.1 AUSWAHL DES FORSCHUNGSGEBIETS INNERHALB DER BEWERTUNG VON UNTERNEHMEN .....	9
2.2 FORSCHUNGSFRAGE .....	10
2.3 BEGRIFFSDEFINITIONEN/ABGRENZUNGEN .....	11
<b>3. METHODIK .....</b>	<b>15</b>
3.1 MODELLAUFBAU .....	15
3.2 TEILHYPOTHESEN .....	16
<b>4. BEWERTUNGSMODELLE .....</b>	<b>19</b>
4.1 BEWERTUNGSGRÜNDE.....	19

---

<b>4.2</b>	<b>DIFFERENZIERUNG ZWISCHEN WERT UND PREIS .....</b>	<b>21</b>
<b>4.3</b>	<b>GRUNDLAGEN DER BEWERTUNGSTHEORIE.....</b>	<b>23</b>
4.3.1	DIE GESCHICHTE DER PORTFOLIO-THEORIE VON 1600 BIS 1960.....	23
4.3.2	HARRY MARKOWITZ (1952, 1959) .....	26
4.3.3	FRANCO MODIGLIANI UND MERTON MILLER (1958) .....	28
4.3.4	JAMES TOBIN (1958) .....	30
4.3.5	WILLIAM FORSYTH SHARPE (1963, 1964) .....	31
4.3.6	MERTON H. MILLER (1969) UND PAUL ANTHONY SAMUELSON (1969) .....	34
4.3.7	MICHAEL J. BRENNAN (1970).....	35
4.3.8	ZUSAMMENFASSUNG .....	36
<b>4.4</b>	<b>EXKURS: INTERNATIONALE STANDARDSETTER RESP. VALUATION STANDARD BOARDS.....</b>	<b>36</b>
<b>4.5</b>	<b>VORBEREITUNGSARBEITEN.....</b>	<b>38</b>
4.5.1	BEREINIGUNG DER VORJAHRESERGEBNISSE .....	38
4.5.2	BEREINIGUNG DER ZUKUNFTSPROGNOSEN.....	41
<b>4.6</b>	<b>BEWERTUNGSMETHODEN.....</b>	<b>44</b>
4.6.1	BEWERTUNGSMETHODEN .....	45
4.6.2	UNTERSCHIEDUNG BRUTTO- VS. NETTOMETHODE RESP. EQUITY VS. ENTITY APPROACH.....	48
4.6.3	BEWERTUNGSMETHODEN .....	49
4.6.3.1	Substanzwert zu Fortführungs- und Liquidationswerten .....	50
4.6.3.2	Einkommensansätze .....	51
4.6.3.2.1	Discounted Cash Flow .....	52
4.6.3.2.1.1	FCF .....	53
4.6.3.2.1.2	Kapitalisierungszinssatz .....	55
4.6.3.2.1.2.1	Der Begriff des Risikos und der Rendite .....	56
4.6.3.2.1.2.2	Risiko-Komponenten-Ansatz .....	59
4.6.3.2.1.2.3	Das CAPM .....	61
4.6.3.2.1.3	Einfluss von Steuern, latente Steuern .....	72
4.6.3.2.1.4	Residualwert .....	73
4.6.3.2.1.5	Würdigung und Fehlerquellen in der DCF-Methode .....	75
4.6.3.2.2	Reine Ertragswertmethoden .....	76

---

4.6.3.2.3	Dividend Discount Modell/Dividend Growth Modell .....	79
4.6.3.3	Marktvergleichsmethoden - Multiples .....	80
4.6.4	BESONDERE BEWERTUNGSANSÄTZE.....	84
4.6.4.1	Kombinierte Methoden .....	84
4.6.4.2	Economic Value Added .....	86
4.6.4.3	Flexible Planung und Simulation.....	87
<b>4.7</b>	<b>ZU- UND ABSCHLÄGE.....</b>	<b>88</b>
<b>4.8</b>	<b>VERTRAGLICHE BESTIMMUNGEN (COVENANTS) UND DUE DILIGENCE .....</b>	<b>91</b>
4.8.1	EARN-OUT-KLAUSELN .....	92
4.8.2	DUE DILIGENCE-PRÜFUNGEN .....	94
4.8.3	PERSÖNLICHE MOTIVE .....	95
<b>4.9</b>	<b>BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR KMU-DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN.....</b>	<b>95</b>
4.9.1	METHODEN FÜR DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN, IM SPEZIELLEN FÜR TREUHANDUNTERNEHMEN.....	95
4.9.2	BEWERTUNGEN VON KMU-UNTERNEHMEN .....	98
4.9.3	PROBLEMSTELLUNGEN IN DER PRAXIS .....	101
4.9.3.1	Exkurs: Start-Up's.....	102
4.9.3.2	Weitere Fragestellungen .....	105
<b>4.10</b>	<b>WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSMODELLE .....</b>	<b>106</b>
<b>4.11</b>	<b>BEWERTUNGSFORMELN .....</b>	<b>107</b>
<b>5.</b>	<b>UNTERNEHMENSBEWERTUNG AUS DER PRAXIS.....</b>	<b>111</b>
<b>5.1</b>	<b>FALLBEISPIEL 1: TREUHANDUNTERNEHMEN A .....</b>	<b>111</b>
5.1.1	AUSGANGSLAGE VON A .....	111
5.1.2	BEDINGUNGEN DES VERKAUFS.....	112
5.1.3	BEWERTUNGSMODELL.....	113
5.1.4	ANALYSE DES BEWERTUNGSMODELLS UND LESSONS LEARNED .....	114
<b>5.2</b>	<b>FALLBEISPIEL 2: TREUHANDUNTERNEHMEN B .....</b>	<b>114</b>

---

5.2.1	AUSGANGSLAGE VON B UND BEDINGUNGEN DES VERKAUFS.....	114
5.2.2	BEWERTUNGSMODELL UND LESSONS LEARNED.....	115
<b>5.3</b>	<b>FALLBEISPIEL 3: TREUHANDUNTERNEHMEN C .....</b>	<b>116</b>
<b>5.4</b>	<b>FALLBEISPIEL 4: UNTERNEHMEN AUS DER WERBEBRANCHE.....</b>	<b>117</b>
<b>5.5</b>	<b>FALLBEISPIEL 5: BEWERTUNG EINER ANWALTSKANZLEI .....</b>	<b>120</b>
<b>5.6</b>	<b>FALLBEISPIEL 6: BEWERTUNG EINER ARZTPRAXIS .....</b>	<b>121</b>
<b>5.7</b>	<b>FALLBEISPIEL 7: VERSICHERUNGSTREUHANDUNTERNEHMEN .....</b>	<b>122</b>
<b>5.8</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG DER TRANSAKTIONEN AUS DER PRAXIS .....</b>	<b>123</b>
<b>6.</b>	<b>RECHTSPRECHUNG .....</b>	<b>125</b>
<b>6.1</b>	<b>EINLEITUNG.....</b>	<b>125</b>
<b>6.2</b>	<b>LITERATUR IN DER FORSCHUNG.....</b>	<b>126</b>
6.2.1	ANALYSE DER JURISTISCHEN LITERATUR ZU BEWERTUNGSFRAGEN.....	126
6.2.2	SYSTEMATISIERUNG DER RICHTSENTSCHEIDE .....	132
6.2.2.1	Generelle Vorgehensweise eines Richters.....	132
6.2.2.2	Die Rechtsprechung des Schweizerischen Bundesgerichts .....	136
6.2.3	RECHTSGEBIETE.....	136
6.2.3.1	Bezugsrechte von Aktien nicht börsenkotierter Unternehmen .....	136
6.2.3.2	Austritt von Gesellschaftern bei Personengesellschaften .....	138
6.2.3.3	Austauschverhältnis im FusG.....	139
6.2.3.4	Berechnung des Unternehmenswertes in Erbteilungen .....	140
6.2.4	METHODOLOGIE .....	140
<b>6.3</b>	<b>EMPIRISCHE ANALYSE.....</b>	<b>141</b>
<b>6.4</b>	<b>SCHLUSSFOLGERUNG UND KRITISCHE WÜRDIGUNG .....</b>	<b>147</b>
<b>7.</b>	<b>THEORIE DER VALUE DRIVERS .....</b>	<b>149</b>
<b>7.1</b>	<b>ERFOLGSFAKTOREN IN ERFOLGREICHEN DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN .....</b>	<b>152</b>

---

7.1.1	RESULTATE DER STUDIE .....	152
7.1.2	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	153
<b>7.2</b>	<b>HUMANKAPITAL ALS VALUE DRIVER IN DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN .....</b>	<b>154</b>
7.2.1	RESULTATE DER STUDIE .....	154
7.2.2	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	156
<b>7.3</b>	<b>INTERNATIONALE BUSINESS-TO-BUSINESS DIENSTLEISTER .....</b>	<b>156</b>
7.3.1	FORSCHUNGSDESIGN .....	157
7.3.2	RESULTATE DER STUDIE .....	159
7.3.3	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	161
<b>7.4</b>	<b>ERREICHUNG EINER HÖHEREN BEWERTUNG FÜR DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN .....</b>	<b>162</b>
7.4.1	RESULTATE DER STUDIE .....	162
7.4.2	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	164
<b>7.5</b>	<b>VALUE DRIVER – DAS GESCHÄFT ERFOLGREICHER MACHEN .....</b>	<b>165</b>
7.5.1	RESULTATE DER STUDIE .....	165
7.5.2	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	165
<b>7.6</b>	<b>VALUE DRIVERS VON PWC SCHWEIZ.....</b>	<b>166</b>
7.6.1	VALUE DRIVERS.....	166
7.6.2	BEITRAG IN BEZUG AUF DIE VALUE DRIVERS.....	167
<b>7.7</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG .....</b>	<b>168</b>
<b>8.</b>	<b>RESULTATE DER UMFRAGE.....</b>	<b>171</b>
<b>8.1</b>	<b>INFORMATIONEN ZU DEN BEFRAGTEN UNTERNEHMEN .....</b>	<b>172</b>
<b>8.2</b>	<b>LERNEN, AUSBILDUNG UND WEITERBILDUNG .....</b>	<b>177</b>
<b>8.3</b>	<b>SCHLÜSSELMITARBEITER UND MITARBEITERFLUKTUATION .....</b>	<b>179</b>
<b>8.4</b>	<b>MITARBEITERLEISTUNG UND MESSUNG .....</b>	<b>182</b>

---

---

<b>8.5</b>	<b>FAZIT AUS DER UMFRAGE .....</b>	<b>184</b>
<b>9.</b>	<b>ANALYSEINSTRUMENT BEIM KAUF VON DIENSTLEISTUNGSUNTERNEHMEN.....</b>	<b>187</b>
<b>9.1</b>	<b>STRUKTUR DES INSTRUMENTS .....</b>	<b>187</b>
9.1.1	VALUE DRIVERS.....	188
9.1.2	BEWERTUNGSANSATZ .....	189
9.1.3	RESULTATE .....	190
9.1.4	INHALT DES INSTRUMENTS .....	191
9.1.5	MITARBEITER.....	192
9.1.6	KUNDENBEZIEHUNG.....	193
9.1.7	REPUTATION.....	194
<b>9.2</b>	<b>BEISPIELTRANSAKTION FÜR DAS ANALYSEINSTRUMENT .....</b>	<b>196</b>
<b>10.</b>	<b>THESENFÖRMIGE ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>197</b>
	<b>ANHANG I: LISTE IMMATERIELLER ANLAGEN .....</b>	<b>203</b>
	<b>ANHANG II: FRAGEBOGEN .....</b>	<b>204</b>
	<b>ANHANG III: UNTERSUCHTE UNTERNEHMEN .....</b>	<b>218</b>
	<b>ANHANG IV: BEWERTUNGSMETHODEN VON IMMATERIELLEN ANLAGEN .....</b>	<b>219</b>
	<b>ANHANG V: BERECHNUNG DES FIRMIENWERTS.....</b>	<b>220</b>
	<b>ANHANG VI: BEWERTUNGSINSTRUMENT: BEISPIEL FÜR VALUE DRIVER MITARBEITER.....</b>	<b>222</b>
	<b>ANHANG VII: BEWERTUNGSINSTRUMENT: BEISPIEL FÜR VALUE DRIVER KUNDENBEZIEHUNG .....</b>	<b>223</b>
	<b>ANHANG VIII: BEWERTUNGSINSTRUMENT: BEISPIEL FÜR VALUE DRIVER REPUTATION.....</b>	<b>224</b>
	<b>ANHANG IX: BEWERTUNGSINSTRUMENT: BEISPIEL FÜR ZUSAMMENFASSUNG ALLER DREI VALUE DRIVERS.....</b>	<b>225</b>

<b>ANHANG X: STUTTGARTER METHODE.....</b>	<b>226</b>
<b>ANHANG XI: BEISPIELSCHREIBEN FÜR BENÖTIGTE INFORMATIONEN ZUR BEWERTUNG .....</b>	<b>227</b>
<b>ANHANG XII: ANALYSIERTE GERICHTSENTSCHEIDE.....</b>	<b>230</b>
<b>ANHANG XIII: UNTERLAGEN FÜR DUE DILIGENCE .....</b>	<b>231</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>239</b>
<b>INTERVIEWLISTE .....</b>	<b>258</b>
<b>CURRICULUM VITAE.....</b>	<b>259</b>

# Abkürzungen

$\pi$	Inflationsrate
ABV	Aktionärsbindungsvertrag
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
B2B	business-to-business
BGE	Bundesgerichtsentscheid
bspw.	beispielsweise
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
COO	country of origin
DBG	Bundesgesetz vom 14. Dezember 1990 über die direkte Bundessteuer
DCF	discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Modell
d.h.	das heisst
$E_0$	Ertragswert
EBIT	Earning before interest and taxes
EBITDA	Earning before interest, taxes, depreciation & amortization
EstV	Eidgenössische Steuerverwaltung
etc.	etcetera
EVA	economic value added
evtl.	eventuell
FCF	free Cash Flow
FusG	Bundesgesetz vom 03. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz)

g	Wachstumsrate
GGM	Gordon Growth Modell
GR	Graubünden
i.d.R.	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IVS	International Valuation Standard
IVSB	International Valuation Standard Board
IVSC	International Valuation Standards Committee
i.Z.m.	im Zusammenhang mit
KGE	Kantonsgerichtsentscheid
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
L	Zeit, welche ein Unternehmen existiert
LGVE	Luzerner Gerichts- und Verwaltungsentscheide
LOI	Letter of intend (Absichtserklärung)
MBO	Management Buy-out
MECC	Miles-Ezzell-Cost-of-Capital
$MK_{firm}$	natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung eines Unternehmens
$MK_{Benchmark}$	natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung eines vergleichbaren Unternehmens
MoU	Memorandum of Understanding (Vorvertrag)
MRA	moderated regression analysis (statistisches Modell)
OG	Obergericht
OR	Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)
PVIFGA	present value interest factor of growing annuity (Zeitwertzinsfaktor einer steigenden Annuität)
PwC	PricewaterhouseCoopers
resp.	respektive
$S_0$	Substanzwert

SEM	structural equation model (statistisches Modell)
SG	St. Gallen
SME	small- and mid-sized entities (kleine und mittlere Unternehmen)
SML	Security Market Line
sog.	Sogenannt
SPI	Swiss Performance Index
SRK	Steuerrekurskommission
SSCI	SPI Small Cap Index
SWOT-Analyse	Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren Analyse
T	Zeit
u.a.	unter anderem
uvm.	und viele mehr
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
$W_0$	Unternehmenswert zum Zeitpunkt 0
z.B.	zum Beispiel
WACC	weighted average cost of capital
YTM	Yield to Maturity
ZK	Zivilkammer
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907
z.T.	zum Teil

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Fokus der Literaturquellen in Bezug auf Branche .....	6
Tabelle 2: Fokus der Literaturquellen in Bezug auf Unternehmensgrösse .....	7
Tabelle 3: Entwicklung der modernen Finanzökonomie .....	25
Tabelle 4: Berliner Methode, Stuttgarter Methode und Schweizer Methode.....	85
Tabelle 5: Abschlag für kleinere Unternehmen.....	100
Tabelle 6: Welche Methoden eignen sich für Start-Up's?.....	104
Tabelle 7: Umsätze.....	118
Tabelle 8: Zusammenfassung von primären Value Drivers für die wahrgenommene Performance in internationalen B2B Dienstleistungsunternehmen .....	159
Tabelle 9: Zusammenfassung der Value Drivers je Quelle .....	168
Tabelle 10: Leistungen der befragten Unternehmen .....	176
Tabelle 11: Die wichtigsten Merkmale bezüglich Lernen, Ausbildung und Weiterbildung .....	178
Tabelle 12: Faktoren für Mitarbeitermotivation und Verhinderung von Mitarbeiterfluktuation	180
Tabelle 13: Wichtigste Kriterien für die Messung der Mitarbeiterperformance .....	182
Tabelle 14: Wichtige Faktoren für Bonuszahlungen.....	182
Tabelle 15: Faktoren, die den Unternehmenswert kurz-, mittel- und langfristig beeinflussen...	183
Tabelle 16: kurz-/mittel-/langfristig sehr wichtige Faktoren für Unternehmenswert .....	184

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Aufbau der Arbeit.....	5
Abbildung 2: Preis und Wert eines Unternehmens.....	22
Abbildung 3: Ursprünge der Portfolio-Theorie: Der Kaufmann von Venedig (W. Shakespeare)...	24
Abbildung 4: Efficient Frontier und Sharpe .....	27
Abbildung 5: Irrelevanz-Theorem Modigliani/Miller.....	28
Abbildung 6: Faktoren, welche in der Bewertung berücksichtigt werden müssen .....	41
Abbildung 7: Paradigmen der Unternehmensbewertung.....	45
Abbildung 8: Bewertungsmethoden.....	47
Abbildung 9: Cash Flow Definitionen.....	54
Abbildung 10: Formel WACC .....	58
Abbildung 11: Einfacher Risikokomponenten-Ansatz Eigenkapitalrendite.....	60
Abbildung 12: CAPM.....	61
Abbildung 13: Vergleich Renditen SPI/SSCI.....	67
Abbildung 14: Renditeerwartung/Risiko und Security Market Line.....	70
Abbildung 15: Bedeutung des Residualwertes.....	75
Abbildung 16: Multiples, welche in der Praxis eingesetzt werden .....	82
Abbildung 17: Übersicht über die gängigsten Zu- und Abschläge in der Bewertung von Unternehmen .....	89
Abbildung 18: Residualwert für KMU-Unternehmen .....	100
Abbildung 19: Modularer Aufbau der Eigenkapitalkosten im gegenwärtigen Umfeld.....	102
Abbildung 20: Bewertungsmethode von Unternehmen A.....	113
Abbildung 21: Bewertungsmethode von Unternehmen B .....	115
Abbildung 22: Vergleich Unternehmensbewertungen aus der Praxis .....	123
Abbildung 23: Gesetzesartikel mit Bezug auf Unternehmensbewertungen / wirklichen Wert ..	129
Abbildung 24: Methodische Verfahren für den Richter .....	134
Abbildung 25: Unterschied zwischen Fortführungs- (Substanz-) und Liquidationswerten .....	135

---

Abbildung 26: Analyisierte Gerichtsentscheide und Gesetzesartikel .....	142
Abbildung 27: Betroffene Gesetze in den Gerichtsentscheiden .....	143
Abbildung 28: Wert oder Bewertungsmethode – Was hat der Richter ins Zentrum gestellt? ....	144
Abbildung 29: Fortführungs- vs. Liquidationswerte .....	145
Abbildung 30: Angewendete Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung.....	146
Abbildung 31: Shareholder Value Netzwerk .....	150
Abbildung 32: Mikro- und Makro-Value Drivers .....	151
Abbildung 33: Konzeptionelles Modell zwischen vom Kunden wahrgenommenen Wert und Zufriedenheit .....	158
Abbildung 34: Ortschaften der befragten Unternehmen.....	172
Abbildung 35: Umfrageteilnehmer, aufgeteilt in Grösse des Unternehmens .....	173
Abbildung 36: Umsatzverteilung gesamt .....	174
Abbildung 37: Umsatzverteilung je Klasse .....	175
Abbildung 38: Wichtigkeit von Ausbildung/Weiterbildung.....	177
Abbildung 39: Investitionen in Ausbildung der Mitarbeiter je Funktionsstufe.....	178
Abbildung 40: Mitarbeiterfluktuation .....	179
Abbildung 41: Ist es schwierig Schlüsselmitarbeiter zu finden? .....	181
Abbildung 42: Bewertungsinstrument Resultate .....	191
Abbildung 43: Immaterielle Aktiven, welche üblicherweise in Unternehmen anzutreffen sind.	203
Abbildung 44: Konzeptuelles Modell des vom Kunden wahrgenommenen Werts und Zufriedenheit .....	219
Abbildung 45: Unternehmenswert - Unternehmen mit 2 Mitarbeitern .....	220
Abbildung 46: Unternehmenswert - Unternehmen mit 50 Mitarbeitern.....	220
Abbildung 47: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Mitarbeiter.....	222
Abbildung 48: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Kundenbeziehung .....	223
Abbildung 49: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Reputation .....	224
Abbildung 50: Bewertungsinstrument: Beispiel für Zusammenfassung aller drei Value Drivers	225
Abbildung 51: Stuttgarter Methode .....	226
Abbildung 52: Analyisierte Gerichtsentscheide .....	230



# 1. Einleitung

*„Die Bewertung eines Unternehmens ist in hohem Mass subjektiv geprägt. ... Einen richtigen Unternehmenswert per se gibt es nicht.“<sup>4</sup>*

Die Bewertung liegt im Zentrum von vielen Themen im Gebiet der Finanzierung, seien es die Lehre der Markteffizienz<sup>5</sup>, Fragen über die Corporate Governance oder der Vergleich verschiedener Investment-Optionen<sup>6,7</sup>. Auch auf Unternehmensebene stellt die Bewertung ein zunehmend wichtigeres Thema dar, da sowohl für Mergers & Acquisitions als auch für Finanzierungsentscheide eine Bewertung nötig ist. Sie spielt demnach im modernen Wirtschaftsgeschehen eine zentrale Rolle.<sup>8</sup>

Deshalb ist es nicht erstaunlich, dass die Frage der Bewertung von Unternehmen in der Literatur grosse Verbreitung findet und sehr populär ist. Die Bewertung des Unternehmens als Ganzes stellt jedoch eines der schwierigsten und bedeutsamsten Probleme der Betriebswirtschaftslehre dar, vor allem auch im Lichte der modernen Investitionsrechnung und Entscheidungstheorie.<sup>9</sup>

Bereits diese kurze Einführung zeigt auf, dass das Thema der Bewertung viele Facetten aufweist. Dazu zählen auch die zahlreichen Gründe, die dazu führen, eine Bewertung vorzunehmen:<sup>10</sup>

- Ein neuer Partner kauft sich ein,
- ein Partner verlässt das Unternehmen (oder stirbt),

---

<sup>4</sup> vgl. U.a. Meyer, 2002, S. 582.

<sup>5</sup> Bei der Lehre der Markteffizienz wird analysiert, ob die Marktpreise von den effektiven Preisen abweichen und wie schnell diese Ineffizienz wieder aufgehoben wird.

<sup>6</sup> Beim Vergleich der Investment-Optionen liegt das Ziel darin Firmen zu finden, welche zu einem tieferen Preis als der effektive Marktwert gehandelt werden.

<sup>7</sup> vgl. Damodaran, 2006, S. 2.

<sup>8</sup> vgl. Volkart, 2005, S. 312.

<sup>9</sup> vgl. Helbling, 1991, S. 5.

<sup>10</sup> Für weitere Überlegungen siehe etwa: The Bottom Line Consultancy, National Legal Research Group, Inc 1995, J.L. Pierson & Co. LLC, 1999; Hauser, 2010, S. 20ff. uvm.

- ein Unternehmen wird verkauft oder fusioniert,
- ein weiteres Unternehmen wird dazugekauft (Fusion),
- ein Verkauf eines Teilbereichs wird evaluiert (Abspaltung),
- eine Bank fordert eine Bewertung (z.B. um eine Kreditlimite zu erhöhen oder um zusätzliches Kapital zu gewähren),
- ein Wechsel in der rechtlichen Struktur wird in Betracht gezogen (z.B. Wechsel von einer Personenunternehmung in eine Kapitalgesellschaft),
- Pensionierungsgründe,
- steuerliche Gründe,
- juristische Gründe (z.B. Familienrecht, Erbrecht),
- uvm.

Eine Literaturübersicht zum Thema Bewertung (vgl. Kapitel 1 und 4) zeigt auf, dass es stark verbreitet ist.<sup>11</sup> Blickt man jedoch spezifisch auf die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen, ist die Dichte der Publikationen etwas kleiner. Die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen genießt nämlich weder in der Forschung noch in der Literatur eine grosse Popularität. Fokussiert man zusätzlich auf KMU-Dienstleister (wie bspw. Treuhandunternehmen), findet sich noch viel weniger Literatur. Eine Kombination zwischen kurz- bis mittelfristiger Bewertung von KMU-Dienstleistern und langfristiger strategischer Ausrichtung wurde bisher nicht abgedeckt.

Die vorliegende Arbeit befasst sich deshalb mit der Bewertung von Dienstleistungsunternehmen im KMU-Bereich und analysiert diese aus verschiedenen Blickwinkeln. Ziel der Arbeit ist, dem Leser einen praktischen Ansatz für die Bewertung von kleineren und mittleren Dienstleistungsunternehmen zu geben. Die Arbeit soll jedoch einen ganzheitlichen Ansatz beinhalten, sodass nicht nur die Bewertung eines Unternehmens, sondern auch eine Analyse der Value Drivers im Vordergrund steht. Der Leser mag sich auf den ersten Blick fragen, was Value Drivers mit Bewertungen zu tun haben. Dies lässt sich einerseits

---

<sup>11</sup> Zur Bewertung wird und wurde per se sehr viel geschrieben und geforscht.

mit dem direkten Einfluss der Value Drivers auf Komponenten der Bewertungsformel (z.B. Umsatz, Gewinn etc.) erklären. Andererseits wird mit dem Fokus auf Value Drivers tendenziell eine langfristige Sicht eingenommen, wohingegen die Bewertung in aller Regel stichtagsbezogen ist.<sup>12</sup> Üblicherweise wird beispielsweise bei einer klassischen Due Diligence auch auf die Value Drivers fokussiert, da ein Käufer wissen muss, welche Treiber das Unternehmen nachhaltig bestärken.

## 1.1 Motivation

Die Bewertung von Unternehmen hat sich in den letzten Jahren grundlegend verändert. Helbling<sup>13</sup> stellt fest, dass eine Aussage darüber, ob die Ergebnisse der Unternehmensbewertungen zuverlässiger geworden sind, nicht gemacht werden kann. Jedenfalls ist gemäss seinen Ausführungen heute die Volatilität der Werte, beeinflusst durch Wirtschaft und Politik, viel grösser geworden.<sup>14</sup>

Bei den neuen Bewertungsverfahren stehen die zukünftigen Erträge, welche in hohem Masse von der Unternehmensplanung der Ressourcen, Einschätzungen des Managements etc. abhängig sind, im Mittelpunkt der Bewertung.<sup>15</sup> Diese richtig einschätzen zu können wird in den bisherigen Bewertungsmodellen nur rudimentär berücksichtigt. In der Praxis hat sich noch kein Modell durchgesetzt, da oftmals sehr viel Spielraum für Interpretationen verbleibt.

Die reichhaltige Literatur<sup>16</sup> über das Thema der Bewertung befasst sich zum grossen Teil mit allgemeinen Bewertungsansätzen für Unternehmen<sup>17</sup> oder analysiert den Residualwert<sup>18</sup> resp.

---

<sup>12</sup> Mit Elementen, wie z.B. Earn-Out-Klauseln, können ebenfalls längerfristige Elemente einfließen.

<sup>13</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735.

<sup>14</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735.

<sup>15</sup> vgl. Kainbacher, 2008, S. 1.

<sup>16</sup> vgl. u.a. Damodaran, 2006; Damodaran, 2009; Loderer, 2005; Helbling, 2002 uvm.

<sup>17</sup> vgl. oben genannte.

<sup>18</sup> vgl. dazu u.a. Cheridito/Schneller, 2004; Loderer, 2005; Helbling, 2002, Volkart, 1999 uvm.

die Diskontierungssätze<sup>19</sup>. Diese Arbeiten versuchen meist eine Bewertung zu standardisieren, was jedoch nicht immer zielführend ist. Eine spezifische Unterscheidung, ob die Bewertungsansätze in allen Branchen gleich eingesetzt werden können, wird überwiegend nicht gemacht.<sup>20</sup>

In dieser Arbeit geht es deshalb darum, einen ganzheitlichen Ansatz für die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen aufzuzeigen. Ziel ist es, anhand der Theorie der Bewertungsmodelle eine Basis für die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen aufzubauen. Dieser Theorie wird ein Praxisvergleich mit diversen Unternehmenstransaktionen gegenübergestellt. Auch richtet sich der Fokus auf die Individualität des Einzelfalls (u.a. Verhandlungsgeschick, Verkauf „Lebenswerk“ etc.). Da sehr wenige Transaktionen im Bereich KMU und Dienstleistungsunternehmen öffentlich zugänglich sind, wird im Weiteren anhand von Gerichtsentscheiden analysiert, wie Bewertungen unabhängig durchgeführt werden.<sup>21</sup> Basierend auf den Erkenntnissen der Gerichtsfälle soll das Bild aus den Praxisfällen verfeinert werden.

Aufbauend auf dieser Grundlage wird im vierten Teil der Arbeit auf die Theorie der Value Drivers eingegangen. Mittels dieser Theorie lässt sich in einer etwas langfristigeren Perspektive der Unternehmenswert erhalten oder sogar nachhaltig steigern. Anhand von Literaturanalysen und einer breit ausgelegten Befragung sollen die wesentlichen Value Drivers von Dienstleistungsunternehmen im KMU-Bereich entdeckt werden. Schliesslich wird die Arbeit im letzten Teil mit einem eigens kreierten Instrument vervollständigt. Dieses Instrument wird einen potentiellen Käufer auf mögliche Chancen als auch auf Gefahren nach dem Kauf aufmerksam machen.

---

<sup>19</sup> vgl. dazu u.a. Loderer, 2005; Ang/Liu, 2004; Vettiger/Volkart, 2002; Wiese/Gampenrieder, 2007; Wlodarczak, 2005; Volkart, 1999; Haley, 1984; Schneider, 2000; Volkart/Sutter, 1999 uvm.

<sup>20</sup> Eine Ausnahme bildet jedoch z.B. Drukarczyk, 2007.

<sup>21</sup> vgl. dazu auch Moxter (1999), welcher für die deutsche Rechtsprechung die ungeschriebenen Leitideen und Prinzipien innerhalb des Bilanzrechts analysiert hat.

---

Helbling<sup>22</sup> vertritt die Auffassung, dass eine betriebswirtschaftliche Bewertungstheorie nur sachgemäss ist, wenn sie auch in der Praxis angewendet wird, und dass eine Unternehmensbewertung ein hervorragendes Führungsinstrument für das Management sein kann. Eine Unternehmensbewertung stellt jedoch lediglich einen Teil des Unternehmenswerts dar. Die anschliessende Integration ist bei vielen Unternehmenskäufen viel entscheidender.<sup>23</sup> Deshalb liegt ein Hauptziel dieser Arbeit darin, eine praxistaugliche Analyse und Empfehlung abzugeben.

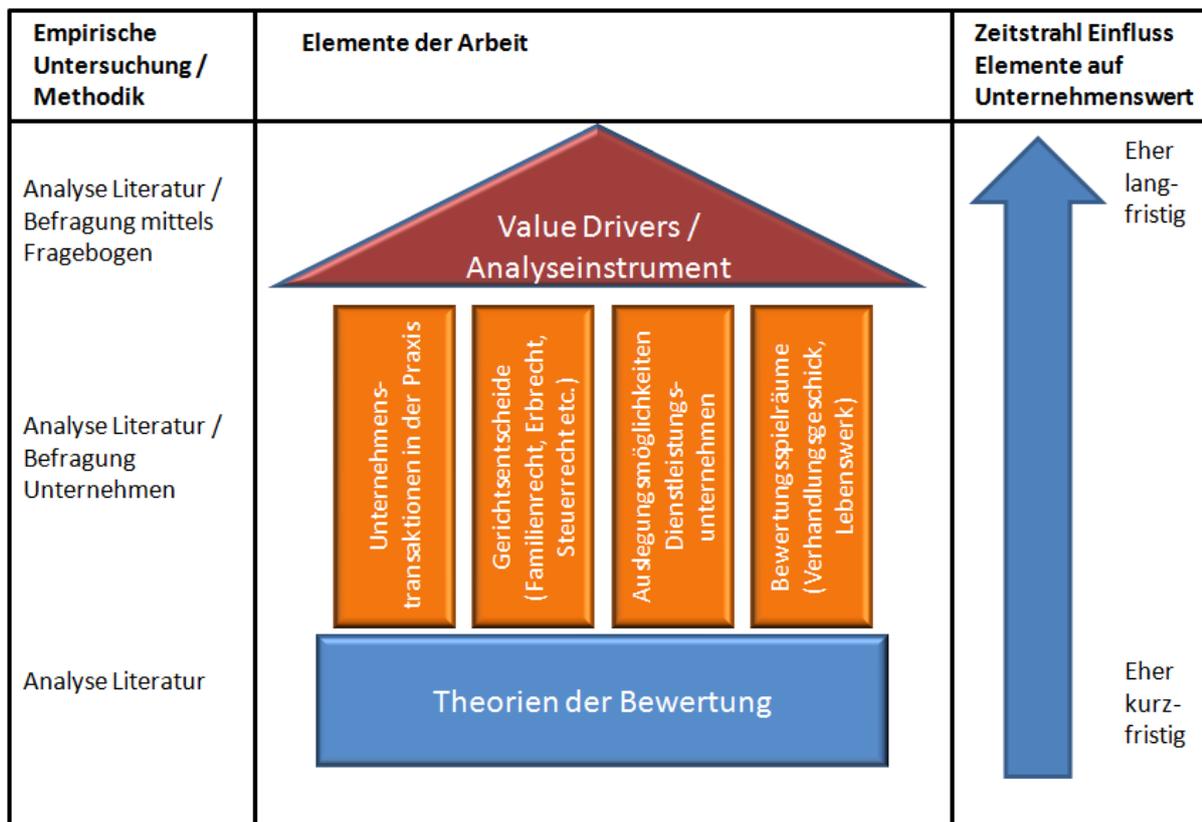


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit<sup>24</sup>

<sup>22</sup> vgl. Helbling, 1991, S. 5.

<sup>23</sup> So argumentiert z.B. die NZZ am 26.05.2008, dass rund 2/3 aller Fusionen und Übernahmen für die Aktionäre wertvernichtend seien.

<sup>24</sup> Eigene Darstellung.

## 1.2 Relevanz

Von allen Unternehmen, welche im sekundären und tertiären Sektor tätig sind, machen Dienstleistungsunternehmen rund 77% aus.<sup>25</sup> Da die Anzahl der Betriebe im primären Sektor sehr gering ist, sind stattliche 69% aller Unternehmen der Schweiz mittlerweile im tertiären Sektor tätig. Etwa in der gleichen Höhe befinden sich auch die Zahlen der Angestellten (70.5%), welche für den tertiären Sektor tätig sind.<sup>26</sup> Dienstleistungsunternehmen tragen deshalb in der Schweiz einen wesentlichen Beitrag zur Wertschöpfung bei. Gerade bei solchen Unternehmen sind Verkäufe (z.B. Verkauf Aktienanteil, Verkauf Unternehmensanteil) ziemlich häufig anzutreffen. Der Grund liegt darin, dass sich viele Unternehmen im Dienstleistungsbereich in partnerschaftlichen Verhältnissen organisieren. Eine Grobanalyse der Literatur (vgl. Tabelle 1) zeigt exemplarisch ein Bild der tiefen Fokussierung auf Dienstleistungsunternehmen.

Fokus	Gantenbein/ Gehrig (2007)	Loderer et al. (2005)	Meyer / Hail (2002)	IDW Standard (2005)	Huber (1998)	Drukarczyk (2003)	Peemöller (2001)
Fokus auf alle Unternehmen (nicht spezieller Fokus auf gewisse Branche)	x	x	x	x		x	x
Fokus auf Dienstleistungsunternehmen					x		

Fokus	Damodaran (2001)	Drukarczyk/ Ernst (2007)	Helbling (1991)	Barker (2001)	Spreemann (2005)	Zinsch (2008)	Born (2003)
Fokus auf alle Unternehmen (nicht spezieller Fokus auf gewisse Branche)	x	x	x	x	x	x	x
Fokus auf Dienstleistungsunternehmen							

**Tabelle 1:** Fokus der Literaturquellen in Bezug auf Branche<sup>27</sup>

Im Weiteren hatten gemäss Bundesamt für Statistik<sup>28</sup> im Jahr 2008 rund 99.6% aller Unternehmen der Schweiz weniger als 250 Angestellte. Der Anteil der Mikrogesellschaften<sup>29</sup>

<sup>25</sup> vgl. Bundesamt für Statistik, 2008 unter

<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/06/02/blank/data.html>

<sup>26</sup> vgl. <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/news/medienmitteilungen.Document.125350.pdf>

<sup>27</sup> Eigene Darstellung.

<sup>28</sup> vgl. <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/news/medienmitteilungen.Document.125350.pdf>

beträgt dabei beachtliche 86.5%. Nachfolgeregelungen und Unternehmensverkäufe gehören deshalb gerade im KMU-Bereich zum Alltag.

Die Bewertung von Kleinunternehmen wird in vielen Literaturquellen entweder gar nicht oder nur am Rande gestreift. Gerade die Partnerschaft innerhalb von Kanzleien, Beratungsunternehmen oder Treuhandgesellschaften zeichnet sich jedoch oft durch altersbedingte Nachfolgeplanungen und -regelungen aus, bei der eine Unternehmensbewertung unumgänglich ist. Tabelle 2 zeigt exemplarisch einen Grobüberblick über die Fokussierung der Literatur in Bezug auf die Grösse des Unternehmens.

Fokus	Gantenbein/ Gehrig (2007)	Loderer et al. (2005)	Meyer / Hail (2002)	IDW Standard (2005)	Huber (1998)	Drukarczyk (2003)	Peemöller (2001)
Kein spezifischer Fokus auf Kleinunternehmen	x		x	x	x	x	
Fokus auf Kleinunternehmen							
Fokus auf Gross- und Kleinunternehmen		x					x

Fokus	Damodaran (2001)	Drukarczyk/ Ernst (2007)	Helbling (1991)	Barker (2001)	Spreemann (2005)	Zinsch (2008)	Born (2003)
Kein spezifischer Fokus auf Kleinunternehmen	x	x	x	x	x		x
Fokus auf Kleinunternehmen						x	
Fokus auf Gross- und Kleinunternehmen							

**Tabelle 2:** Fokus der Literaturquellen in Bezug auf Unternehmensgrösse<sup>30</sup>

KMU-Dienstleistungsunternehmen leisten einen wesentlichen Beitrag zum Bruttoinlandprodukt<sup>31</sup> der Schweiz. Da für Dienstleistungsunternehmen im KMU-Bereich trotz der grossen Verbreitung noch nahezu keine Literatur vorhanden ist, fokussiert diese Arbeit deshalb speziell auf diesen Bereich.

<sup>29</sup> Unternehmen mit bis zu 9 Mitarbeitern.

<sup>30</sup> Eigene Darstellung.

<sup>31</sup> Die Kategorie A5 der Produktionskomponenten hat einen BIP-Anteil von rund 22%. Mit Blick auf die tiefen Produktionskosten ist der Anteil am gesamten BIP sehr gross. (vgl. <http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00456/00458/index.html?lang=de>).

Ebenso findet sich in der Literatur keine Quelle, welche die langfristige Perspektive mit Werttreibern mit der eher kurzfristigen Perspektive der Bewertung zu kombinieren versucht.

## 2. Eingrenzung der Forschungsfrage

### 2.1 Auswahl des Forschungsgebiets innerhalb der Bewertung von Unternehmen

Bei der Literaturrecherche konnte festgestellt werden, dass die Bewertung von Unternehmen oft über alle Branchen hinweg nach denselben Bewertungskonzepten vorgenommen wird.<sup>32</sup> Über die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen sind nur wenige Literaturquellen<sup>33</sup> zu finden.<sup>34</sup> Wie bereits im vorangegangenen Kapitel erläutert, stellen Dienstleistungsunternehmen in der Schweizer Wirtschaft ein wichtiges Standbein dar. Deshalb ist erstaunlich, dass dieser Aspekt bisher wenig abgedeckt wurde. Zudem befassen sich viele Unternehmensbewertungen nicht spezifisch mit den Eigenschaften von KMU-Unternehmen, obwohl deren Anteil in der Gesamtwirtschaft enorm ist.<sup>35</sup>

Ebenfalls wenig abgedeckt ist ein dynamischer Prozess aus dem Zusammenspiel zwischen einer eher kurzfristig orientierten Stichtagsbewertung und der langfristigen Perspektive eines Unternehmens. Es konnte bei der Literaturrecherche keine Quelle gefunden werden, welche sowohl kurz- resp. mittelfristige Bewertungsansätze als auch eher langfristig orientierte Werttreiber eines Unternehmens integrierend analysiert.

Diese Arbeit fokussiert deshalb auf die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen aus kurz-, mittel- und langfristiger Sicht. Trotz dieser breiten Fragestellung soll bei dieser Arbeit das von Helbling geforderte Ziel nicht ausser Acht gelassen werden. Der „richtige Wert“ eines Unternehmens wird nämlich nur dann erreicht, wenn er dem verfolgten Zweck am besten entspricht.<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> vgl. dazu u.a. Barker, 2001; Loderer, 2005; Drukarczyk, 2003; Peemöller, 2001; Helbling, 1991; Spreemann, 2005; Helbling, 2000; Helbling, 2001; Volkart, 1999; Volkart/Suter, 1999 uvm.

<sup>33</sup> vgl. dazu u.a. Damodaran, 2001; Drukarczyk/Ernst, 2007; Schäfer, 2001; Huber, 1998; Kainbacher, 2008.

<sup>34</sup> vgl. dazu auch Graphik in Kapitel 1.2.

<sup>35</sup> vgl. dazu auch Ausführungen weiter oben.

<sup>36</sup> vgl. Helbling, 1991, S. 21.

## 2.2 Forschungsfrage

Im Kern geht es in dieser Arbeit um die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen und insbesondere auch um die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen. Diese Eingrenzung der Forschungsfrage gliedert sich wiederum in einige entscheidende Unterfragen, auf die später in der Arbeit eingegangen wird.

Die massgebliche Forschungsfrage lautet:

***Welche Faktoren beeinflussen den Unternehmenswert eines KMU-Dienstleistungsunternehmens (im Speziellen eines Treuhandunternehmens) kurz, mittel- und langfristig und welche Bewertungsansätze tragen den spezifischen Begebenheiten der Branche am besten Rechnung?***

Ziel der Arbeit ist es, einen ganzheitlichen Ansatz für die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen zu entwickeln, welcher sich stark an den Spezifika der Dienstleistungsbranche orientiert. Es soll herausgefunden werden, welcher Ansatz der Bewertung gewählt werden muss und welche Faktoren den Unternehmenswert massgeblich beeinflussen. Damit wird die Basis und die Möglichkeit geschaffen, die Bewertungen von KMU-Dienstleistungsunternehmen inskünftig zielorientiert vorzunehmen. Der Fokus liegt dabei koordiniert zwischen einer kurzfristigen Bewertungssicht und einer langfristigen Strategieausrichtung. Während bei ersterem eher Werte und Zahlen im Vordergrund stehen, ist bei der langfristigen Perspektive nicht die Zahl, sondern die strategische Ausrichtung entscheidend.

Ausgehend von dieser Forschungsfrage ergeben sich zahlreiche Unterfragen, welche im Laufe dieser Arbeit vertiefter behandelt werden:

- Welches Bewertungsmodell ist für Dienstleistungsunternehmen anzuwenden?

- Welche Faktoren müssen bei KMU-Unternehmen zusätzlich berücksichtigt werden?
- Welches ist der adäquate Diskontierungssatz bei KMU-Dienstleistern und welcher Einfluss hat der Residualwert?
- Wie wird die Bewertung in Spezialfällen vorgenommen (Gerichtssentscheide, Nachfolgeregelungen etc.)?
- Welche zusätzlichen Faktoren sind bei einer Akquisition eines KMU-Dienstleisters zu berücksichtigen?
- Welches sind die massgeblichen Value Drivers, welche bei einer Transaktion berücksichtigt werden müssen.

Wie die Fragestellungen aufzuzeigen versuchen, geht es in dieser Arbeit vorwiegend darum ein nachvollziehbares Modell für die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen zu präsentieren. Die Einfachheit des Modells soll dabei zentral sein. Ziel der Arbeit ist demnach ein typisiertes Verfahren zu erarbeiten, welches Käufer in Entscheidungssituationen in kurz-, mittel- und langfristiger Perspektive unterstützt.

## 2.3 Begriffsdefinitionen/Abgrenzungen

Der Begriff **Bewertung** umfasst in dieser Arbeit eine Auslegung im engeren und weiteren Sinn. Der engere Sinn bewegt sich lediglich um den Prozess der Bewertung eines Unternehmens aufgrund finanzieller Zahlen. Sobald diese aufbereitet sind, wird ein Unternehmenswert ermittelt. Bei der Auslegung des Begriffs im weiteren Sinne werden auch Faktoren rund um das Unternehmen miteinbezogen und der Unternehmenswert wird als Prozess verstanden. Die Zahlen liefern die Komponenten für die Bewertung und mit den Value Drivers wird der Unternehmenswert erhalten resp. gesteigert. In dieser Arbeit wird sowohl der engere Sinn (v.a. Kapitel 4) als auch der weitere Sinn (u.a. Kapitel 7) behandelt.

Der Begriff des **Dienstleistungsunternehmens** wird in vielen Arbeiten nicht oder nur indirekt definiert.<sup>37</sup> Bei der indirekten Definition handelt es sich um eine solche der Branche innerhalb eines Sektors. So wird jeweils aufgezeigt, welche Branchen sich innerhalb des Dienstleistungssektors befinden (z.B. Anwalt, Berater, Banken, Versicherungen) und damit wird die Abgrenzung zu anderen Wirtschaftssektoren vorgenommen. Ursache dieser Haltung mag sein, dass bis Mitte der 60-er Jahre die Forschung auf die Charakteristiken der Berufe ausgerichtet war.<sup>38</sup> In den 60-er Jahren hat sich die Forschung in einer neuen Welle auf die Organisation der Berufe und die Abgrenzung gegenüber der Bürokratie ausgerichtet.<sup>39</sup> Erst in den frühen 90-er Jahren hat sich eine Gruppe von Forschern dem Thema der Dienstleistungsunternehmen angenommen.<sup>40</sup> Von Nordenflycht<sup>41</sup> hat in seiner Arbeit 52 Arbeiten über Dienstleistungsunternehmen analysiert und festgestellt, dass in lediglich 21 Arbeiten eine Definition des Begriffs aufgeführt ist. Ausgehend von diesen Definitionen hat sich in der Folge die Definition eines Dienstleistungsunternehmens anhand dreier Merkmale ergeben:<sup>42</sup>

- wissensintensiv
- wenig kapitalintensiv
- professionelle Mitarbeiter

Auch der Begriff der **KMU** wird in der Literatur sehr breit definiert. Es werden sowohl quantitative als auch qualitative Faktoren herangezogen.<sup>43</sup> Quantitative Faktoren finden sich u.a. auch im Gesetz. So wird von der Konzernrechnungspflicht gemäss Art. 663e Abs. 2 OR

---

<sup>37</sup> vgl. Von Nordenflycht, 2010, S. 155.

<sup>38</sup> vgl. dazu u.a. Carr-Saunders & Wilson, 1933; Cogan, 1953; Goode, 1957; Millerson, 1964; Wilensky, 1964. Parsons (1939) zitiert in: Von Nordenflycht, 2010, S. 157.

<sup>39</sup> vgl. dazu u.a. Bucher & Stelling, 1969; Friedson, 1970; Hall, 1968; Kornhauser, 1962; Litwak, 1961; Miller, 1967; Montagna, 1968; Scott, 1965; Smigel, 1964. zitiert in: Von Nordenflycht, 2010, S. 158.

<sup>40</sup> vgl. dazu u.a. Cooper, Hinings, Greenwood, & Brown, 1996; Greenwood et al., 1990; Hinings, Brown, & Greenwood, 1991; Maister, 1993; Winch & Schneider, 1993 zitiert in: Von Nordenflycht, 2010, S. 158.

<sup>41</sup> vgl. Von Nordenflycht, 2010, S. 159ff.

<sup>42</sup> vgl. Von Nordenflycht, 2010, S. 159.

<sup>43</sup> vgl. dazu u.a. Behringer, 2004, S. 8 oder Zinsch, 2008, S. 24.

befreit, wer zwei der nachstehenden Grössen in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren nicht überschreitet:<sup>44</sup>

1. Bilanzsumme von 10 Mio. CHF
2. Umsatzerlös von 20 Mio. CHF
3. 200 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt

Diese Definition kann mitunter als Indikator für eine KMU gesehen werden. Interessanterweise werden im Obligationenrecht (OR), was die Mitarbeiteranzahl betrifft (Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR) leicht unterschiedliche Angaben gemacht. Dort erwähnt das Gesetz für die Pflicht der ordentlichen Revision 250 Vollzeitstellen.<sup>45</sup> Das Fusionsgesetz definiert 20 Mio. Bilanzsumme, 40 Mio. Umsatzerlöse und 200 Vollzeitstellen als KMU, welche von gewissen Erleichterungen profitieren können.<sup>46</sup> Das Bundesamt für Statistik definiert Unternehmen mit weniger als 250 Angestellten als KMU. So finden sich für quantitative Faktoren sehr unterschiedliche Definitionen. Gerade deshalb werden auch qualitative Faktoren für die Abgrenzung herangezogen. Zinsch<sup>47</sup> definiert ein mittelständisches Unternehmen mit einer Negierung; dieses darf kein Filialbetrieb sein. Auch ist die Abhängigkeit von einem Konzern ein Argument gegen eine KMU. Zudem besteht bei einer KMU gemäss seiner Auffassung die Annahme, dass kein Zugang zum Kapitalmarkt besteht und dass eine Einheit zwischen Eigentum und Unternehmensführung besteht.<sup>48</sup> Gerade diese beiden Positionen werden nicht immer eingehalten und es können bereits kleinere Unternehmen den Weg zum Kapitalmarkt suchen, d.h. das Eigentum und die Unternehmensführung muss nicht zwingend eine Einheit bilden. Dennoch lehnt diese Arbeit auch an diese Definition an.

---

<sup>44</sup> Per 1.1.2013 wird die nächste Gesellschaftsrechtsreform in Kraft gesetzt, worin die Grössenkriterien auf 20/40/250 angehoben werden sollen (Art. 662ff. und 957ff. OR).

<sup>45</sup> Ab 1.1.2012 wurden die Grössenkriterien für die ordentliche Revision von 10, 20, 50 (Bilanzsumme, Umsatzerlöse, Vollzeitstellen) auf 20, 40, 250 erhöht.

<sup>46</sup> Art. 2 lit. e FusG.

<sup>47</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 24.

<sup>48</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 24.

Unter dem Begriff der **Vorbereitungsarbeiten** werden alle mit der Aufbereitung der Zahlen zusammenhängenden Abklärungen miteinbezogen. Dies geht von einer rein finanziellen Betrachtung bis zur Aufbereitung von Daten für die Bewertung.<sup>49</sup>

Die **Vertragsbestimmungen**<sup>50</sup> können eine Unternehmensbewertung deutlich beeinflussen. Darunter werden alle von den Vertragsparteien während der Transaktion als wichtig angesehenen Punkte subsumiert. Diese können sowohl schriftlich in einem Vertrag festgehalten, mündlich besprochen werden oder sogar z.T. nur integraler Bestandteil von Gedanken des Käufers und/oder Verkäufers sein.

---

<sup>49</sup> Vgl. dazu auch Checkliste in Anhang XIII.

<sup>50</sup> Auf Englisch „Covenants“.

# 3. Methodik

## 3.1 Modellaufbau

Die Herangehensweise an die Forschungsfrage sieht folgenden Aufbau vor:

- **Aufbau des Verständnisses für ein Bewertungsmodell für**

- **Dienstleistungsunternehmen:**

- Hier geht es um das Verständnis für Modelle der Bewertung von Dienstleistungsunternehmen, ausgehend von der bisherigen Literatur (Methoden, Grundsätze, theoretische Herleitung).

- **Befragung von bisherigen Unternehmensverkäufern:**

- Anhand von nicht öffentlich zugänglichen Transaktionen von KMU Dienstleistungsunternehmen werden Indikatoren für Bewertungsansätze in der Praxis analysiert. Ziel ist, nach diesem Kapitel eine Synthese zwischen Theorie und den in der Praxis angewandten Methoden zu erhalten.

- **Analyse der Rechtsprechung mit Bewertungsfokus**

- Anhand öffentlich zugänglicher Gerichtsentscheide soll das bei den Befragungen der Praxisfälle erhaltene Bild plausibilisiert werden. Ergebnisse daraus sind mit Vorsicht in Bezug auf KMU-Dienstleister zu geniessen, da teilweise keine Branchen- und Grössenangaben des bewerteten Unternehmens angegeben sind und die Rechtsprechung teilweise andere Ziele verfolgt.

- **Aufbau Theorie der Value Drivers:**

- In diesem Kapitel werden anhand Literaturquellen die massgeblichen Value Drivers für Dienstleistungsunternehmen analysiert. Ziel ist, mögliche Einflussfaktoren für den mittel- bis langfristigen Erfolg des Unternehmens zu erhalten.

- **Befragung von Dienstleistungsunternehmen:**

Basierend auf den Erkenntnissen der Literaturrecherche über Value Drivers wird eine Befragung mittels schriftlichem Fragebogen durchgeführt. Das Verfahren wird in einen Pre-Test und eine Vollbefragung unterteilt. Befragt sollen Treuhandunternehmen – als ein Bestandteil der Gruppe KMU-Dienstleister – werden. Dabei werden Antworten darauf gesucht, welche Faktoren bei Dienstleistungsunternehmen entscheidend sind.

- **Aufbau eines Analysemodells für den Kauf eines Dienstleistungsunternehmens:**

Auf der Grundlage der Resultate aus den vorangegangenen Kapiteln wird ein eigenes kreierte Analyseinstrument für Transaktionen von Dienstleistungsunternehmen entwickelt. Ziel dieses Instruments ist, dass mögliche positive wie auch negative Einflussfaktoren von entscheidenden Value Drivers frühzeitig erkannt werden können, um damit mittel- bis langfristig den bei der Bewertung berechneten Betrag zu erreichen resp. zu übertreffen.

Der interessierte Leser wird sich fragen, weshalb Kapitalmarktanalysen resp. auch empirische Fragestellungen keinen wesentlichen integralen Bestandteil dieser Arbeit bilden. Der Grund liegt darin, dass bei der täglichen Arbeit mit Bewertungsfragen von KMU-Dienstleistungsunternehmen andere Fragestellungen wichtiger sind. Aus diesem Grund ist diese Arbeit mehr auf die Analyse qualitativer Kriterien fokussiert.

## **3.2 Teilhypothesen**

Eine Bewertung setzt sich aus verschiedenen Phasen zusammen. Die Teilhypothesen gliedern sich dabei einerseits in die Phase des Bewertungsprozesses und andererseits in die Phase der Steigerung resp. Erhaltung des Unternehmenswertes nach dem Kauf.

- **Teilhypothese 1:**

Für die Bewertung eines KMU-Dienstleistungsunternehmens können zwar herkömmliche Bewertungsansätze herangezogen werden, doch müssen individuelle Faktoren der Branche (wie z.B. Mitarbeiter, Kunden, immaterielle Vermögenswerte) und der Grösse berücksichtigt werden.

- **Teilhypothese 2:**

Innerhalb der Bewertungsmodelle finden sich für KMU-Dienstleistungsunternehmen dieselben Problembereiche (Residualwert, risikoloser Zinssatz, Kapitalkosten etc.) wie bei anderen Branchen.

- **Teilhypothese 3:**

Value Drivers helfen den Unternehmenswert zu steigern resp. nachhaltig zu erhalten und sind deshalb bereits in der Phase der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.



## 4. Bewertungsmodelle

Die Bewertung eines Unternehmens beinhaltet eine Fülle von Aspekten. In diesem Kapitel wird deshalb zuerst auf die Unterscheidung zwischen Wert und Preis und auf Vorbereitungsarbeiten eingegangen. Danach werden Bewertungsansätze vorgestellt, Zu- und Abschläge und vertragliche Bestimmungen (covenants) diskutiert, bevor das Kapitel mit Bewertungsansätzen für KMU-Dienstleister schliesst.

### 4.1 Bewertungsgründe

Es gibt zahlreiche Gründe, um eine Bewertung eines Unternehmens vorzunehmen. Dazu zählen etwa<sup>51</sup>:

- Ein neuer Partner kauft sich ein,
- ein Partner verlässt das Unternehmen (oder stirbt),
- ein Unternehmen wird verkauft oder fusioniert,
- ein weiteres Unternehmen wird dazugekauft (Fusion),
- ein Verkauf eines Teilbereichs wird evaluiert (Abspaltung),
- eine Bank erfordert eine Bewertung (z.B. um eine Kreditlimite zu erhöhen oder zusätzliches Kapital zu gewähren),
- ein Wechsel in der rechtlichen Struktur wird in Betracht gezogen (z.B. Wechsel von einer Personenunternehmung in eine Kapitalgesellschaft),
- Pensionierungsgründe,
- steuerliche Gründe,
- rechtliche Gründe (z.B. Scheidung oder Erbteilung)

---

<sup>51</sup> Für weitere Überlegungen siehe etwa: The Bottom Line Consultancy, National Legal Research Group, Inc 1995, und J.L. Pierson & Co. LLC (1999); vgl. auch Einleitung.

Im Wissen, dass nicht alle oben aufgeführten Sachverhalte effektiv zu einem Transfer einer Unternehmenseinheit (oder Teilen davon) führen, werden im Weiteren die Begriffe „Verkäufer“<sup>52</sup> und „Käufer“<sup>53</sup> verwendet, um die verschiedenen Blickwinkel einer Bewertung zu analysieren. Weiters wird mit dem Begriff der „Transaktion“ der Sachverhalt im Zusammenhang mit der Bewertung verstanden. Während die verschiedenen Gründe der Bewertung zu verschiedenen Transaktionen führen<sup>54</sup>, sind die spezifischen Details einer Transaktion individuell auszugestalten. Wenn z.B. ein Partner das Unternehmen verlässt, kann es vorkommen, dass die Kunden des Partners das Unternehmen mit ihm verlassen (wollen). Jede Unternehmensbewertung wird durch die Gründe der Bewertung und ebenso auch durch die individuellen Umstände charakterisiert.

Gemäss Helbling<sup>55</sup> gründet der wirtschaftliche Wert eines materiellen oder immateriellen Gutes erstens auf der Nützlichkeit, dem Nutzen, der Tauglichkeit oder Eignung eines Gutes, menschlichen Zwecken zu dienen, und zweitens auf der Seltenheit resp. der Knappheit des Gutes. Ein Markt widerspiegelt dann die Umgebung, in welcher Güter und Dienstleistungen durch einen Preismechanismus zwischen Käufer und Verkäufer ausgetauscht werden. Das Konzept des Marktes impliziert ein Handeln von Gütern und Dienstleistungen untereinander ohne jegliche Restriktionen<sup>56, 57</sup>. Der Preis ergibt sich durch das Marktprinzip, wo Angebot und Nachfrage sich treffen.

---

<sup>52</sup> Dem Verkäufer gehört das Unternehmen und er profitiert von diesem. Er ist zudem dem Unternehmen sehr verbunden, meist persönlich. In aller Regel möchte der Verkäufer eine gute Lösung für das Unternehmen, damit das Unternehmen und damit das Lebenswerk langfristig überlebt.

<sup>53</sup> Der Käufer sieht im Kauf einen zukünftigen Nutzen und er möchte diesen Nutzen (oder zumindest einen Teil davon) erhalten. Dazu beteiligt er sich am Unternehmen (oder kauft Teile dazu).

<sup>54</sup> Ein Verkauf eines Unternehmens führt zu einem neuen Inhaber, rechtliche Strukturveränderungen nicht zwingend.

<sup>55</sup> vgl. Helbling, 1991, S. 21.

<sup>56</sup> Was in gewissen Märkten nicht zutreffend ist.

<sup>57</sup> vgl. u.a. International Valuation Standards.

---

## 4.2 Differenzierung zwischen Wert und Preis

Für die Bewertung eines Unternehmens stellt die Unterscheidung zwischen den Begriffen Wert und Preis einen massgeblich zu berücksichtigenden Punkt dar. In der Literatur<sup>58</sup> wird diese Unterscheidung als allgemein anerkannt bezeichnet. Auch internationale Bewertungsstandards verwenden die Differenzierung der Begriffe.<sup>59</sup> Der Wert bestimmt sich aus dem Ergebnis einer Schätzung, wohingegen der Preis an der Schnittstelle zwischen Angebot und Nachfrage liegt und deshalb zwischen Entscheidungswerten zu liegen kommt.<sup>60</sup>

Der **Preis** ist deshalb ein Begriff für die Höhe eines offerierten oder bezahlten Gutes resp. einer bezahlten Dienstleistung. Der bezahlte Preis eines Gutes kann wesentlich vom Wert eines Gutes abweichen. Der Preis ist meist ein Indikator für einen relativen Wert, welcher der Käufer dem Gut oder der Dienstleistung unter gewissen äusseren Bedingungen beimisst.<sup>61</sup>

Der **Wert** hingegen ist nicht ein Faktum, sondern eine Grösse, welche für ein Gut oder eine Dienstleistung bezahlt wird. Der Wert ist demgemäss eine Schätzung des zukünftigen Nutzens, welcher dem Eigentümer zufließt.<sup>62</sup> Gemäss Hauser<sup>63</sup> gibt es in der Praxis keinen „richtigen“ Wert, da dieser von subjektiven Prognosen und Erwartungen abhängt.

Es ist deshalb in der Praxis nicht selten der Fall, dass der Wert eines Unternehmens vom effektiv bezahlten Preis abweichen kann. So kann z.B. der Wert eines in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Unternehmens noch deutlich höher sein als der Preis, der dafür bezahlt wird. Auch bspw. bei Dienstleistungsunternehmen wird oft angetroffen, dass gerade in Nachfolgesituationen der Preis für die Gesellschaftsanteile deutlich unter dem Wert gemäss Bewertungsgutachten verkauft wird. Im Zentrum steht dabei anstelle des Preises eine gute Lösung für das Unternehmen.

---

<sup>58</sup> vgl. U.a. Helbling, 2002, S. 736; Moxter, 1998, S. 5. Peemöller, 2004.

<sup>59</sup> vgl. International Valuation Standards.

<sup>60</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>61</sup> vgl. International Valuation Standards.

<sup>62</sup> vgl. International Valuation Standards.

<sup>63</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 23.

Einen Ausweg aus dem Dilemma Wert gegen Preis präsentiert Hauser<sup>64</sup>, indem er anstelle eines Wertes eine Bandbreite von Werten als sinnvolle Bewertungsmöglichkeit betrachtet. Hierbei muss man jedoch die Praxis im Hinterkopf behalten. Bei KMU-Transaktionen werden vom Käufer und vom Verkäufer häufig exakte Werte<sup>65</sup> gewünscht. Ein Unternehmer wird sich nur selten mit einer Bandbreite zufrieden geben. Diesem Argument steht allerdings entgegen, dass gerade Bandbreiten den Käufern und Verkäufern die Möglichkeit geben, sich gegenseitig in der Preisverhandlung zu finden.



**Abbildung 2:** Preis und Wert eines Unternehmens<sup>66</sup>

Bevor im Weiteren auf die verschiedenen Bewertungsmethoden eingegangen wird, soll vorerst die Bewertungstheorie und deren Entstehungsgeschichte erläutert werden.

<sup>64</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 23.

<sup>65</sup> "Das Unternehmen ist CHF XXX wert."

<sup>66</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Hauser, 2010, S. 24.

## 4.3 Grundlagen der Bewertungstheorie

### 4.3.1 Die Geschichte der Portfolio-Theorie von 1600 bis 1960<sup>67</sup>

Die Portfolio-Theorie ist für Bewertungsfragen Grundstein und Basis zugleich. Die Ideen und Gedanken hinter der Theorie begleiten Fachpersonen im Bewertungsbereich bei der täglichen Arbeit. Aus diesem Grund werden nachfolgend einige wichtige Grundsteine und Arbeiten erläutert. Es versteht sich, dass die Liste beliebig mit weiterer und ebenso prägender Literatur ergänzt werden könnte.<sup>68</sup>

Die Theorie der Corporate Finance vor den 1950-er Jahren war wesentlich geprägt von logischen Inkonsistenzen und war zudem präskriptiv und normativ.<sup>69</sup> Gemäss Jensen<sup>70</sup> war der fundamentale Wandel in den 1950-er angebrochen. Die analytischen Methoden und Techniken traditioneller Ökonomie wurden auf Problemstellungen der Finanzökonomie angewendet.<sup>71</sup>

Verschiedene Autoren sehen den Beginn der modernen Finanzökonomie in den Werken von Markowitz aus dem Jahr 1952.<sup>72</sup> Gemäss Markowitz<sup>73</sup> war jedoch die Diversifikation von Investments bereits lange vor seinem berühmten Werk über Portfolio-Selektion stark verbreitet. Einige Autoren<sup>74</sup> weisen in ihren Ausführungen darauf hin, dass die Portfolio-Theorie ihre Wurzeln sehr früh entwickelt hat, denn bereits im literarischen Werk „der Kaufmann von Venedig“ von William Shakespeare erwähnt der Kaufmann:

---

<sup>67</sup> In Anlehnung an Markowitz, 1999, S. 5.

<sup>68</sup> So beispielsweise auch die Literatur in Deutschland (z.B. Engels) oder die wertvollen Veröffentlichungen von Irving/Fisher. Auch sind die in Tabelle 3 erwähnten Autoren nicht allesamt umschrieben.

<sup>69</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 1.

<sup>70</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 2.

<sup>71</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 2.

<sup>72</sup> vgl. u.a. Rubinstein, 2002, S. 1041.

<sup>73</sup> vgl. Markowitz, 1999, S. 5.

<sup>74</sup> u.a. Rubinstein, 2002, S. 1041; Markowitz, 1999, S. 5.

*„My ventures are not in one bottom trusted,  
Nor to one place; nor is my whole estate  
Upon the fortune of this present year;  
Therefore, my merchandise makes me not sad.“ (1. Akt, 1. Szene)*

**Abbildung 3:** Ursprünge der Portfolio-Theorie: Der Kaufmann von Venedig (W. Shakespeare)

Vor Markowitz wurden Investments oft mit potenziellen Erträgen assoziiert und nicht mit dem damit zusammenhängenden Risiko.<sup>75</sup> Dies erstaunt nicht, da sich Investoren seit Urzeit mit der Frage der richtigen Zusammenstellung auseinandersetzen mussten. Was vor 1952 fehlte, war eine adäquate Theorie für Investments, welche:<sup>76</sup>

- die Effekte der Diversifikation behandeln, wenn Risiken korrelieren,
- eine Abgrenzung zwischen effizienten und ineffizienten Portfolios vornimmt und
- die Risiko-Ertrag-Abwägung des ganzen Portfolios analysiert.

So etwa wurde die Varianz als Messinstrument für das ökonomische Risiko erstmals durch Irving Fisher in „The Nature of Capital and Income“ aus dem Jahre 1906 angewendet.<sup>77</sup> Später wendete Jacob Marschak (1938) die Durchschnitts- und Kovarianz-Matrix für Konsum von Gütern an, um als erster eine Approximation für die Messung von Nutzen zu erhalten.<sup>78</sup> Den Grundgedanken hatte Markowitz<sup>79</sup> jedoch von John Burr Williams, welcher den Wert einer Aktie mit den zukünftigen Dividendenströmen gleichsetzte.

In den Jahren seit den 50-ern führten jedoch nicht nur die Modelle und Erkenntnisse von Markowitz zu Veränderungen. So wurden etwa folgende Haupterkenntnisse der Finanzökonomie entwickelt:<sup>80</sup>

---

<sup>75</sup> vgl. Guerard, 2010, S. 3.

<sup>76</sup> vgl. Markowitz, 1999, S. 5.

<sup>77</sup> vgl. Rubinstein, 2002, S. 1042.

<sup>78</sup> vgl. Rubinstein, 2002, S. 1042.

<sup>79</sup> vgl. Markowitz, 1990, S. 280.

<sup>80</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 3ff.

Theorie	Bezeichnung	Autoren	Resultate
effiziente Markttheorie	Analyse des Gleichgewichtsverhalten für Preisveränderungen in Zeiten von spekulativen Märkten	Working (1934), Kendall (1953), Osborne (1959/1962) Samuelson (1965), Mandelbrot (1966)	Aktien verhalten sich wie ein random walk theoretische Erklärung hinter effizienten Markthypothesen
Portfolio-Theorie	Analyse einer optimalen Investitionsentscheidung für einen Investoren für sein ganzes Portfolio	Markowitz (1952/1959)	Portfolios haben tiefere Risiken als einzelne Investments
Capital Asset Pricing Theorie	Analyse und Bestimmung der Preise unter der Bedingung von Unsicherheit	Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965)	CAPM
Optionspreis Theorie	Analyse der Determinanten der Preise von möglichen Rechten wie Call Optionen oder Corporate Bonds	Black/Scholes (1973)	risikolose Investition kann durch einen Hedge aus Optionen und Aktien gehalten werden, wenn das Portfolio im Verlaufe der Zeit angepasst werden darf.
Agency Theorie	Analyse der Kontrolle von Anreizkonflikten in Kontraktbeziehungen	Zenckhauser (1971), Ross (1973) Jensen/Meckling (1976), Fama (1980)	Summe der Transaktionskosten (formale und informale)

**Tabelle 3:** Entwicklung der modernen Finanzökonomie<sup>81</sup>

Wie die Graphik aufzeigt, führten verschiedene Forschungszweige zu den Erkenntnissen, welche wir heute über Bewertungen haben.<sup>82</sup> Weitere Entwicklungen erfolgten auf der Basis dieses Wissens. Als eine Theorie kann die Kapitalmarktpolitik eines Unternehmens hervorgehoben werden, als eine andere die Dividendenpolitik eines Unternehmens. Bevor auf einzelne Autoren eingegangen wird, soll nachfolgend zuerst die Entstehungsgeschichte der Theorien der Kapitalstruktur erläutert werden.

Die Kapitalstruktur hat Ihre Entstehung in der Arbeit von Modigliani/Miller (1958), worin sie das Irrelevanz-Theorem entwickelt hatten. Coase (1960) hat das Modell von Modigliani/Miller weiterentwickelt. Einen Überblick über die Literatur gibt beispielsweise Fama (1978).<sup>83</sup> Dabei werden die steuerlichen Vorteile von Fremdkapitalzinsen und die ebenfalls damit zusammenhängenden Konkurskosten eines Unternehmens dargestellt.

Seit der Definition des Irrelevanz-Theorems für Dividenden<sup>84</sup> – durch Modigliani/Miller – wissen wir, dass die Dividendenausschüttung eines Unternehmens unter gewissen Bedingungen

<sup>81</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Jensen, 1984.

<sup>82</sup> Für weitergehende Ausführungen zum Thema effiziente Markttheorie wird auf Fama/Fisher/Jensen/Roll, 1969 verwiesen; zum Thema Portfolio-Theorie vgl. nachfolgende Kapitel; zum Thema Capital Asset Pricing Theory vgl. bspw. Jensen, 1972, Roll, 1977, Schwert, 1983; Zum Thema Option Pricing Theory: Smith (1976, 1979) und Cox/Ross (1976); Zum Thema Agency Theorie: Jensen/Ruback (1983).

<sup>83</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 13.

<sup>84</sup> Neben dem Irrelevanz Theorem der Finanzierung haben Modigliani/Miller auch das Dividenden-Irrelevanz-Theorem entwickelt.

irrelevant ist. Black (1976) hat dieses Irrelevanz-Theorem genauer untersucht und fand einige ungeklärte Fragestellungen, worauf er in seiner Arbeit hinweist.<sup>85</sup>

Nachdem die wesentlichen Erkenntnisse und Forschungsergebnisse aufgezeigt wurden, soll im Folgenden auf die wichtigsten<sup>86</sup> Autoren und deren Theorien eingegangen werden.

### 4.3.2 Harry Markowitz (1952, 1959)

Basierend auf den Erkenntnissen der Vergangenheit<sup>87</sup> und der fehlenden Analyse einer adäquaten Portfolio-Selektion, hat sich Markowitz 1952 in seinem Artikel „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“ mit diesem Thema auseinandergesetzt. Viele Autoren<sup>88</sup> wissenschaftlicher Artikel „verschreien“ Markowitz als Vater der modernen Portfolio-Theorie, was ohne Zweifel seine Berechtigung hat. Was diese Autoren allerdings verkennen, ist die Leistung von Roy<sup>89</sup>, welcher zur selben Zeit auch eine Arbeit über Portfolio-Selektion veröffentlicht hat.

Markowitz setzt sich in seiner Arbeit mit erwarteten Erträgen und der Varianz der Erträge des ganzen Portfolios auseinander, welche dann als Kriterium für die Portfolio-Selektion selber Gültigkeit erlangen sollen.<sup>90</sup> Die Arbeit endet mit der Unterscheidung zwischen effizienten und ineffizienten Portfolios. Die effizienten Portfolios können dabei auf der „efficient Frontier“<sup>91</sup> zusammengefasst werden (rote Linie in Abbildung 4).

---

<sup>85</sup> vgl. Jensen, 1984, S. 21.

<sup>86</sup> Ohne dabei eine wertende Stellung für andere wichtige Stränge der Forschung einzunehmen.

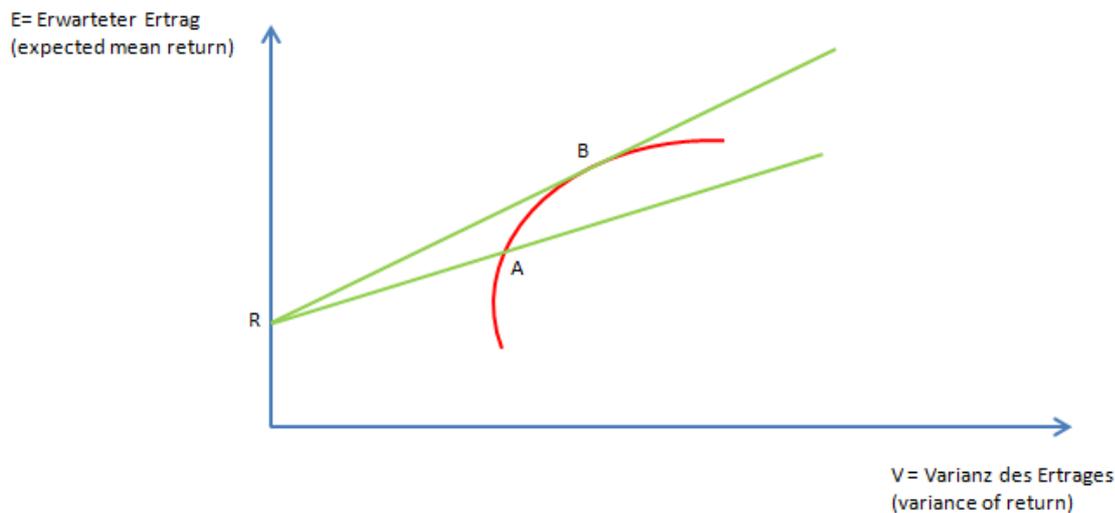
<sup>87</sup> v.a. auf den Erkenntnissen von John Von Neumann und Oskar Morgenstern, 1943.

<sup>88</sup> Vgl. u.a. Spremann, 2006, S. 104; Volkart, 2011, S. 226; Spremann, 2003, S. 184.

<sup>89</sup> vgl. dazu Roy, 1952.

<sup>90</sup> vgl. Markowitz, 1999, S. 5.

<sup>91</sup> vgl. rote Kurve in Graphik.



**Abbildung 4:** Efficient Frontier und Sharpe<sup>92</sup>

Schliesslich fasst Markowitz<sup>93</sup> zusammen, dass er lediglich einen Teil der Portfolio-Analyse habe abdecken können. Sein Beitrag beginnt mit den relevanten Erwartungen über die involvierten Wertpapiere und endet mit der Selektion von Portfolios. Explizit nicht im Beitrag abgedeckt sind die Erwartungen und die Annahmen für die Portfolio-Theorie.

Seine Überlegungen konnten jedoch aufzeigen, dass durch die Auswahl eines Portfolios die Varianz/Ertrag-Relation maximiert werden kann (efficient frontier). Das generelle Problem beim Modell von Markowitz ist allerdings, dass die benötigten Informationen für die Berechnung der efficient frontier unwahrscheinlich hoch sind. Zudem müssen sowohl die Korrelationen als auch die Kovarianzen zwischen jedem einzelnen Wertpapier berechnet werden, was zu einem sehr hohen Aufwand führt. Markowitz<sup>94</sup> sieht seine Arbeit von 1952 als ein historisches Dokument und meinte, man solle dieses auch aufgrund diverser Punkte kritisch betrachten und nicht ohne Reflexion übernehmen.<sup>95</sup> Nichtsdestotrotz war es Markowitz, der gegenüber früheren

<sup>92</sup> Eigene Darstellung. R = Risikoloser Zinssatz, Punkt A und B sind effiziente Portfolios. Punkt B fasst den effizientesten Punkt zusammen, wobei eine optimale Kombination zwischen risikolosem Zinssatz und dem Portfolio ausgewählt wird.

<sup>93</sup> vgl. Markowitz, 1952, S. 91.

<sup>94</sup> vgl. Markowitz, 1999, S. 6.

<sup>95</sup> Darin erwähnt er auch, dass sowohl technische Fehler (in Graphiken) vorkommen als auch verschiedene Begrifflichkeiten nicht korrekt waren. Detaillierte Ausführungen zu diesem Thema finden sich in Markowitz, 1999, S. 6.

Autoren<sup>96</sup> erstmals ausgeführt hat, dass trotz Diversifikation keine generelle Elimination von Risiken vorgenommen werden könne.<sup>97</sup>

### 4.3.3 Franco Modigliani und Merton Miller (1958)

Eine weitere häufig zitierte Quelle in Bewertungsfragen ist der Aufsatz von Modigliani und Miller über die Kapitalkosten. In ihrer Arbeit „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“ analysieren sie den Einfluss des Verschuldungsgrades eines Unternehmens aufgrund deren Kapitalkosten. Gemäss Modigliani/Miller<sup>98</sup> kann dies folgendermassen zusammengefasst werden.

$$V_j \equiv (S_j + D_j) = \bar{X}_j / \rho_k \quad (\text{für alle Unternehmen in der Klasse } k)$$

**Abbildung 5:** Irrelevanz-Theorem Modigliani/Miller<sup>99</sup>

Modigliani/Miller haben in ihren Arbeiten von 1958<sup>100</sup>, 1961<sup>101</sup> und 1963<sup>102</sup> insgesamt vier grundlegende Theoreme definiert. Gemäss Theorem eins beeinflusst die Kapitalstruktur (Eigen-/Fremdkapital-Quote) den Marktwert des Unternehmens nicht. Im zweiten Theorem folgern sie, dass der Verschuldungsgrad keinen Effekt auf die durchschnittlichen Kapitalkosten hat. Der Grund liegt darin, dass die Eigenkapitalkosten als lineare Funktion der Verschuldungsquote (Fremdkapital/Eigenkapital-Quote) betrachtet werden kann. Das dritte Theorem besagt, dass der Marktwert eines Unternehmens unabhängig von der Dividendenpolitik ist. Im vierten

<sup>96</sup> Wie z.B. Bernoulli (1713), welcher aufgrund des Gesetzes der grossen Zahlen keine Notwendigkeit der Diversifikation sah; oder Williams (1938), welcher ebenfalls gemeint hat, dass jegliches Risiko weg diversifiziert werden könne.

<sup>97</sup> vgl. Rubinstein, 2002, S. 1042.

<sup>98</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958, S. 268.

<sup>99</sup> Wobei  $V_j$  = Wert des Unternehmens,  $S_j$  = Marktwert des Eigenkapitals,  $D_j$  = Marktwert des Fremdkapitals,  $j$  = Unternehmen  $j$ ;  $X_j$  = erwarteter Ertrag des Aktivums (vor Abzug der Zinsen),  $\rho_k$  = erwartete Rendite

<sup>100</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958.

<sup>101</sup> vgl. Miller 1961.

<sup>102</sup> vgl. Modigliani, 1963.

Theorem wird gefolgert, dass die Eigenkapitalgeber indifferent gegenüber der Finanzpolitik des Unternehmens sind.<sup>103</sup>

Modigliani/Miller<sup>104</sup> legen Annahmen fest, welche diesen Theoremen zugrunde liegen. Einerseits gehen sie von einem vollkommenen Markt<sup>105</sup> aus, worin keine Informationsasymmetrien bestehen. Ebenfalls berücksichtigt die Modellannahme keine Steuern und mögliche Insolvenzkosten des Unternehmens. Zinsen sind in den meisten Ländern steuerlich absetzbar, was zu einem Steuervorteil auf Fremdkapitalzinsen gegenüber der Eigenkapitalverzinsung führt. Es wäre nun einfach zu folgern, dass der Unternehmenswert grösser ist, je mehr Fremdkapital vorhanden ist. Mit der Aufnahme von Fremdkapital steigt allerdings auch das Insolvenzrisiko eines Unternehmens, da sowohl die zu zahlenden Zinsen (Ertragsseite) als auch die Liquidität von Seiten Kreditgeber beeinflusst werden. Ein Unternehmen mit wenig Eigenkapital hat in der Regel sehr viel höhere Eigenkapitalrenditen. Es beinhaltet jedoch, wegen den oben beschriebenen Insolvenzrisiken, ein wesentlich höheres Risiko.

Aufgrund dieser starken Vereinfachung kommen Modigliani/Miller zum Schluss, dass die Finanzierung der Gesellschaft unabhängig von den Kapitalkosten ist.

Im zweiten Teil der Arbeit nehmen Modigliani/Miller den Effekt von Steuern ebenfalls in ihre Überlegungen auf, da Schuldzinsen vom Gewinn abgezogen werden können (sogenannter Steuereffekt). Gemäss Modigliani/Miller<sup>106</sup> ist der Effekt der Steuern jedoch beachtlich klein.

Schliesslich haben Modigliani/Miller<sup>107</sup> auch die Irrelevanz der Dividendenpolitik diskutiert. Es spielt für den Wert eines Unternehmens demnach keine Rolle, wie die Ausschüttungen vorgenommen werden. Verschiedene Ausschüttungspolitiken können zu denselben Werten

---

<sup>103</sup> In Anlehnung an Villamil, ohne Angaben.

<sup>104</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958, S. 265ff.

<sup>105</sup> Modigliani/Miller nennen dies „a static, partial equilibrium analysis“. Es wird zudem ein „state of atomistic competition“ und „an ease of access to those markets“ angenommen.

<sup>106</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958, S. 295.

<sup>107</sup> vgl. Spreemann, 2005, S. 140.

eines Unternehmens führen.<sup>108</sup> Diese Irrelevanz der Dividendenpolitik hat gemäss Spreemann<sup>109</sup> jedoch immer wieder zu Kopfzerbrechen geführt, da der Zusammenhang zwischen Dividende und Wert eines Unternehmens hinterfragt wird.

Es war dann aber auch für die beiden Autoren klar, dass die „drastischen“ Simplifikationen<sup>110</sup> nötig waren, um dieses komplexe Thema irgendwie anzugehen.

#### **4.3.4 James Tobin (1958)**

Sharpe<sup>111</sup> ist der Meinung, Tobin habe aufzeigen können, dass unter gewissen Bedingungen das Modell von Markowitz den Investitionsprozess in zwei Phasen aufteilt:

1. Die Wahl einer optimalen Kombination von risikohaften Anlagen
2. Eine separate Wahl bezüglich der Allokation zwischen solch einer Kombination und einer einzigen risikolosen Anlageklasse

Tobin hat sich v.a. daran gestört, dass Autoren verschiedene Annahmen getroffen haben, welche gemäss seinem Verständnis nicht praxistauglich sind. So stellte er bewusst die Frage, weshalb irgendetwas überhaupt die nichtverzinsliche Obligation anstatt der verzinslichen halten würde?<sup>112</sup> Dies führt ihn zur Entwicklung des weltbekannten Q's von Tobin, welches den Marktwert des Kapitals mit dem Buchwert des Eigenkapitals in Beziehung setzt.<sup>113</sup> Wenn dementsprechend der Marktwert lediglich durch das buchmässige Eigenkapital gedeckt wäre (Q

---

<sup>108</sup> vgl. Spreemann, 2005, S. 140.

<sup>109</sup> vgl. Spreemann, 2005, S. 140.

<sup>110</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958, S. 296.

<sup>111</sup> vgl. Sharpe, 1964, S. 426.

<sup>112</sup> vgl. Tobin, 1958, S. 65.

<sup>113</sup> vgl. Tobin, 1968.

= 1), dann würde dies nichts anderes bedeuten, als dass sich der Wert nur durch die aktivierten Güter in der Bilanz des Unternehmens manifestieren würde.<sup>114</sup>

Tobin hat in seinem Artikel über Präferenzen der Liquidität die Risiko-Ertrags-Abwägung von zwei Aktiven – Cash und einem monetären Aktivum (Consuls) – analysiert.<sup>115</sup> Grundsätzlich liegt dem Ansatz zugrunde, dass eine hohe Standardabweichung zu hohen Erträgen, aber auch zu hohen Verlusten führen kann. Nur mit gewissem Risiko lässt sich somit richtig Geld gewinnen oder eben verlieren.

#### **4.3.5 William Forsyth Sharpe (1963, 1964)<sup>116</sup>**

Als Dritter im Bunde, neben Markowitz und Miller, erhielt William F. Sharpe im Jahre 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. In seinen Werken von 1963 („A Simplified Model of Portfolio Analyses“<sup>117</sup>) und 1964 („Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk“) hat er die Weiterentwicklung des Ansatzes von Markowitz vorgenommen. Dabei hat er im Werk von 1963 die Ansätze von Markowitz deutlich vereinfacht, in jenem von 1964 hat er das CAPM definiert, welches bis heute Anwendung findet.

Ein Investor handelt gemäss Sharpe<sup>118</sup> auf der Basis von zwei Annahmen – dem erwarteten Wert und der Standardabweichung. Dies wird in der Formel  $U = f(E_w, \sigma_w)$  dargestellt. Dabei steht  $E_w$  für den erwarteten zukünftigen Wert und  $\sigma_w$  für die erwartete Standardabweichung der möglichen Ausprägungen des tatsächlichen zukünftigen Wertes von  $E_w$ . Im Weiteren wird angenommen, dass Investoren höhere zukünftige Werte bevorzugen und risikoavers sind. Diese Grundannahmen resultieren in den Nutzenfunktionen und in einer Vielzahl von

---

<sup>114</sup> vgl. Tobin, 1977.

<sup>115</sup> vgl. Guerard, 2010, S. 9.

<sup>116</sup> Im Zusammenhang mit dem CAPM müssen ebenfalls die Ansätze von Lintner (1965a/1965b) erwähnt werden. Während Sharpe den individuellen Investor ins Zentrum der Überlegungen stellt, hat Lintner seine Überlegungen aus der Perspektive eines Unternehmens gemacht.

<sup>117</sup> vgl. Sharpe, 1963.

<sup>118</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 428.

Indifferenzkurven.<sup>119</sup> Ein Investor wird sich gemäss Sharpe<sup>120</sup> für dasjenige Investment entscheiden, welches auf der höchst möglichen Nutzenfunktion liegt (Indifferenzkurve). Unter der Bedingung, dass zwei verschiedene Investments nicht vollständig korrelieren, wird eine Kombination dieser Investments den Wert bei gegebenem Risiko erhöhen können.<sup>121</sup> Diese Überlegungen konnten bereits bei Markowitz<sup>122</sup> beobachtet werden. Nun bringt Sharpe allerdings eine weitere Klasse ins Spiel – die risikolose. Wenn ein Investor nun sowohl in die risikolose als auch risikobehaftete Anlageklasse investiert, ergibt sich folgende Formel:<sup>123</sup>

$$E_{RC} = \alpha \cdot E_{Rp} + (1-\alpha) \cdot E_{Ra}$$

Die Standardabweichung dieser Kombination würde damit lauten:

$$\sigma_{RC} = \sqrt{\alpha^2 \sigma_{Rp}^2 + (1-\alpha)^2 \sigma_{Ra}^2 + 2r_{pa} \alpha(1-\alpha) \sigma_{Rp} \sigma_{Ra}}$$

Da der Terminus  $\sigma_{Rp} = 0$  ist, reduziert sich die obige Formel noch auf folgenden Term:

$$\sigma_{RC} = (1-\alpha) \sigma_{Ra}$$

Dies ergibt für alle Kombinationen zwischen risikolosen Zinssätzen und den risikobehafteten Aktiven Werte auf einer Geraden.<sup>124</sup> Das optimale Portfolio wird gemäss Sharpe nur in diesem Portfolio sein, welches tangential die ursprüngliche Investitions-Nutzenkurve schneidet.<sup>125</sup> Diese Gerade wurde bereits in Abbildung 4: Efficient Frontier und Sharpe integriert.

<sup>119</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 428.

<sup>120</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 429.

<sup>121</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 431.

<sup>122</sup> vgl. weiter oben.

<sup>123</sup> vgl. für Herleitung der Formeln Sharpe, 1963, S. 432. Dabei stehen die Parameter für:  $E_{RC}$  = erwartete Rendite von Portfolio C,  $\alpha$  = Anteil,  $E_{RA}$  = erwartete Rendite Portfolio A,  $E_{Rp}$  = erwartete Rendite Portfolio P.  $\sigma_{RC}$  = Standardabweichung der Rendite C.

<sup>124</sup> Sharpe zeigt dies anhand einer Graphik mit verschiedenen Steigungsgeraden (vgl. Sharpe, 1964, S. 432). Ebenfalls weist er darauf hin, dass mitunter auch Geld von Kapitalgebern aufgenommen werden könnte resp. ein Teil des Geldes auch risikolos angelegt werden dürfte. Auch diese möglichen Renditen des Portfolios wären auf dieser Geraden. (= > vgl. Abbildung 4 grüne Geraden).

<sup>125</sup> Vgl. Abbildung 4 Punkt B.

Für das Risiko eines individuellen Portfolios zweier Instrumente und der möglichen Kombinationen miteinander wird mittels Analyse der Erträge eine Regression vorgenommen. Daraus erhält man sowohl das systematische Risiko als auch das unsystematische. Sharpe<sup>126</sup> folgert am Schluss seiner Arbeit, dass die Diversifikation dem Investor erlaubt, mit Ausnahme der Schwankungen in der Ökonomie, alle Risiken zu umgehen. Schliesslich ist deshalb lediglich die Reaktionsfähigkeit einer Rendite eines Vermögenswertes zum Niveau der Wirtschaft relevant für die Beurteilung der Risiken.<sup>127</sup>

Wie Sharpe<sup>128</sup> ausführt, zeigt die Sharpe Ratio, wie man den erwarteten Gewinn pro Einheit Risiko für eine Null Investment Strategie misst.

Wie Markowitz wurde auch Sharpe in der Literatur häufig kritisiert, da es sich um starke Vereinfachungen bei der Modellannahme handelt.<sup>129</sup> Auch Sharpe<sup>130</sup> führt aus, dass das Modell der Sharpe Ratio beispielsweise Fälle nicht abdeckt, welche lediglich ein Investment beinhalten. Auch berücksichtigt die Sharpe Ratio keine Korrelationen.<sup>131</sup> Dessen ungeachtet sind die Modelle trotz ihrer Einfachheit für viele Fragestellungen ausreichend. Es ist jedoch ebenso wichtig darauf hinzuweisen, dass bei diesen Modellannahmen eine gewisse kritische Grundhaltung angebracht ist.

Sharpe wurde am 7. Dezember 1990 mit dem Nobelpreis für seine Arbeiten mit dem CAPM ausgezeichnet.<sup>132</sup> In seiner Dankesrede erläutert er die entsprechenden Schritte, welche zum CAPM geführt haben, erwähnt allerdings auch parallele Forschungsströme. Das CAPM wird zu

---

<sup>126</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 441.

<sup>127</sup> vgl. Sharpe, 1963, S. 441.

<sup>128</sup> vgl. Sharpe, 1993. S. 2.

<sup>129</sup> vgl. dazu beispielsweise Lin/Chou, 2003.

<sup>130</sup> vgl. Sharpe, 1993.

<sup>131</sup> vgl. Sharpe, 1993.

<sup>132</sup> vgl. [www.nobelprize.org](http://www.nobelprize.org)

einem späteren Zeitpunkt<sup>133</sup> behandelt, weshalb an dieser Stelle nicht weiter darauf eingegangen wird.

#### **4.3.6 Merton H. Miller (1969) und Paul Anthony Samuelson (1969)**

Die Ansätze der Portfolio-Theorie wurden in der Folge durch verschiedene Autoren weiterentwickelt. Darunter war beispielsweise Merton<sup>134</sup>, welcher sich eine kombinierte Aufgabenstellung vorgenommen hatte. Er untersuchte für ein Individuum, mittels continuous-time Modell, die Auswahl eines optimalen Portfolios kombiniert mit Konsumentenregeln. Dabei wird sein Ergebnis durch Erträge aus Vermögenswerten generiert, bei welchen die Wachstumsraten („growth rates“) stochastisch verteilt sind.<sup>135</sup> Merton konnte dabei aufzeigen, dass ein Investor sich für Aktien oder eine risikolose Klasse entscheiden muss, um seine eigene Nutzenpräferenz steigern zu können. Da alle Individuen im Modell risikoavers sind, führt eine Abnahme des Risikos, sobald das Risiko ein dominanter Faktor ist, zu einem grösseren Effekt auf das Konsumverhalten. Risikoaverse Investoren sparen tendenziell derzeitigen Konsum für einen späteren auf, risikofreudige Investoren werden immer versuchen, den derzeitigen Konsum zu steigern.<sup>136</sup> Diese Entdeckung von Merton verdeutlicht sich am besten daran, dass risikoaverse Individuen tendenziell Geld auf dem Bankkonto ansparen, während risikoreiche Leute eher Geld ausgeben resp. investieren.

Samuelson<sup>137</sup> hat in seinen Forschungen ähnliche Modelle entwickelt, welche auf „discrete-time“-Modellen basieren. Er formulierte und löste eine mehr Perioden-Generalisierung, welche mit einer lebenslangen Planung des Konsums und mit Investitionsentscheiden zusammenhängt.<sup>138</sup> Gemäss Merton<sup>139</sup> besteht dadurch die Chance, generellere mögliche

---

<sup>133</sup> Vgl. Kapitel 4.6.3.2.1.2.

<sup>134</sup> vgl. Merton, 1969.

<sup>135</sup> vgl. Merton, 1969, S. 247.

<sup>136</sup> vgl. Merton, 1969, S. 255.

<sup>137</sup> vgl. Merton, 1969, S. 247.

<sup>138</sup> vgl. Samuelson, 1969, S. 239.

Verteilungen zu analysieren. Samuelson konzentrierte sich in seiner Forschung auf die Nutzenfunktionen mit derselben relativen Risikoaversion auf allen Ebenen des Reichtums.<sup>140</sup> Das bedeutet, dass die Risikoaversion eines Reichen exakt derselben entspricht, wie diejenige eines Armen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass beide dasselbe Investment vornehmen. Erstaunlicherweise konnte Samuelson aufzeigen, dass in der frühen Phase eines Lebens ein Mensch dieselbe Risikotoleranz hat wie gegen das Ende eines Lebens.<sup>141</sup> Dies wird wohl auch damit zusammen hängen, dass der Investitionszeitraum in frühen und späten Lebensjahren tendenziell weniger lange ist. In frühen Jahren wird man nicht lange investieren, da das Geld früher oder später benötigt wird (u.a. für den Bau eines Hauses etc.). In späteren Jahren ist altersbedingt der Anlagehorizont in der Regel eher weniger lang.

#### **4.3.7 Michael J. Brennan (1970)**

Während Modigliani/Miller in ihren Werken die Irrelevanz-Theoreme definiert haben, hat sich Brennan mit den Effekten von Marktimperfectionen auseinander gesetzt.<sup>142</sup> Im Wesentlichen untersuchte er das Thema Steuern von natürlichen Personen, welches von Modigliani/Miller nicht genügend abgedeckt wurde.<sup>143</sup> Brennan zeigt auf, dass die „Abzugsfähigkeit der Zinsen“ und die „asymmetrische Behandlung von Dividendeneinkommen und Kapitalgewinnen“ zu gewissen Konsequenzen führen können. Der Rückkauf von Aktien kann unter Umständen für Investoren wesentlich günstiger sein, da damit Steuervorteile zusammen hängen.

---

<sup>139</sup> vgl. Merton, 1969, S. 247.

<sup>140</sup> vgl. Samuelson, 1969, S. 239.

<sup>141</sup> vgl. Samuelson, 1969, S. 245.

<sup>142</sup> vgl. Brennan, 1970.

<sup>143</sup> vgl. Brennan, 1970, S. 417.

### **4.3.8 Zusammenfassung**

Das Fundament für eine Bewertung basiert auf den in diesem Kapitel erläuterten Erkenntnissen. Für ein Verständnis einer Bewertung ist es entscheidend, die damit zusammenhängenden Grundannahmen zu verstehen, um sie als Ganzes begreifen zu können. Die Portfolio-Theorie und die Risiko-Rendite-Überlegungen wurden wesentlich durch Markowitz geprägt. Modigliani/Miller, Sharpe, Tobin haben die Ansätze weiterentwickelt. Die dabei verwendeten Grundannahmen sind mit wesentlichen Simplifikationen behaftet, was Merton, Miller, Samuelson und Brennan dazu bewegt hat, ihren Beitrag zu leisten.

In den weiteren Kapiteln wird nun spezifisch auf die einzelnen Schritte und Bestandteile einer Bewertung eingegangen. Zuvor folgt jedoch ein Exkurs über Standardsetter.

## **4.4 Exkurs: Internationale Standardsetter resp. Valuation Standard Boards**

Sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene existieren Standard Boards, welche einheitliche Regeln für die Bewertung von Unternehmen vorgeben. Ziel dabei ist die Standardisierung resp. auch Typisierung von Bewertungsmethoden. Während auf Schweizer Ebene eher wenige Standards existieren, sind auf internationaler Ebene Bewertungen standardisierter geregelt. Auf nationaler Ebene dürfen beispielsweise die Vorgaben zur Bewertung von nicht kotierten Aktien<sup>144</sup> erwähnt werden.

Zu den wohl bekanntesten Standardsettern im Bereich Bewertung zählen die vom International Valuation Standard Board (IVSB) herausgegebenen International Valuation Standards (IVS). Das Board verfolgt dabei das primäre Ziel, einen Standard zu entwickeln, welcher die

---

<sup>144</sup> vgl. EStV, 2008 resp. Schweizerische Steuerkonferenz.

Finanzbuchhaltung, das regulatorische Umfeld, aber auch die Förderung von Transaktionstätigkeit unterstützt. Der Standard soll dabei folgende Punkte abdecken:

- Er setzt sich für Konsistenz ein und hilft mit anerkannten Ansätzen und Begriffen ein allgemeines Verständnis von Bewertungen zu erlangen,
- Identifikation und Bekanntmachung allgemeiner Prinzipien für die Bewertung und die Berichterstattung darüber,
- Identifikation der richtigen Bewertungsziele und Lösungen für den Zweck der Bewertung,
- Identifikation diverser Sachverhalte, welche bei der Bewertung von verschiedenen Typen und von Aktiven und Passiven eine besondere Betrachtung benötigen,
- Bekanntmachung der Konvergenz von Bewertungsstandards, welche zurzeit in verschiedenen Sektoren und Branchen angewendet werden.

Insbesondere die Standards IVS 102 (Valuation Approaches) und IVS 301.03 (Valuations of Intangible Assets) sind in im Kontext dieser Arbeit interessant. Unternehmensbewertungen richten sich oftmals nach diesen Standards, gerade bei grösseren Unternehmenstransaktionen.

Die Standards basieren auf den Grundsätzen der Unternehmensbewertung des vorangegangenen Kapitels. Sie geben die Richtschnur und Leitplanken vor, in welchen eine Bewertung vorzunehmen ist. In den nachfolgenden Kapiteln wird auf die Einzelheiten einer Bewertung eingegangen und es wird nicht weiter auf die Standardsetter fokussiert.

## 4.5 Vorbereitungsarbeiten

Um eine Bewertung vorzunehmen, muss in erster Linie das finanzielle Datenmaterial kritisch geprüft werden. In der Regel wird dabei eine eingehende Unternehmensanalyse erstellt, worin betriebswirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Aspekte betrachtet werden.<sup>145</sup>

Bei einer Unternehmenstransaktion werden üblicherweise vorgängig sogenannte Letters of Intent (Absichtserklärungen) abgegeben. Darin gibt ein potentieller Käufer grundsätzlich sein Interesse am Unternehmen bekannt und legt offen, was er ohne grosse Vorprüfung der Unterlagen bereit ist zu bezahlen. Nach der Analyse der eingegangenen Absichtserklärungen (LOI's) wird mit dem Käufer, welcher das gesamtheitlich beste Angebot abgegeben hat, ein Vorvertrag abgeschlossen (sog. Memorandum of Understanding = MoU). Inhalt dieses MoU ist einerseits eine konkrete Kaufpreisvorstellung zwischen Käufer und Verkäufer festzulegen. Andererseits jedoch auch spezifische Vertragspunkte und v.a. auch eine Geheimhaltungserklärung.

Nach Unterschrift dieser Verträge wird die Due Diligence durchgeführt, auf welche detailliert in Kapitel 4.8.2 eingegangen wird. Mit den Erkenntnissen daraus prüft der Bewerter bspw., ob die Bewertung auf Basis der Prämisse der Fortführung des Unternehmens vorgenommen wird (Art. 662 ff. OR) resp. auch welches Angebot anschliessend abgegeben werden soll.<sup>146</sup>

### 4.5.1 Bereinigung der Vorjahresergebnisse

Nach einer eingehenden Analyse des Unternehmens ist aus Sicht des Käufers als zweiter Schritt eine Ermittlung der betriebswirtschaftlich bereinigten Vorjahresergebnisse vorzunehmen, um feststellen zu können, wie die Ergebnisse der letzten Jahre tatsächlich (bereinigt) ausgesehen

---

<sup>145</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>146</sup> Für eine eingehende Diskussion über Fortführungswert und Liquidationswert vgl. u.a. Helbling, 2002, S. 737.

haben.<sup>147</sup> Dasselbe wird der Verkäufer vor der Due Diligence bereits durchgeführt haben. Beispiel einer solchen Anpassung wären die stillen Reserven. Diese sind in Schweizer Unternehmen, welche den Abschluss nach Obligationenrecht erstellen, oft anzutreffen und nehmen eine bedeutende Stellung im Rahmen von Bewertungen ein. Sofern der Abschluss hingegen nach einem Standard nach True and Fair View (z.B. Swiss GAAP FER, IFRS, US GAAP) erstellt wird, sind keine stillen Reserven zu eliminieren.<sup>148</sup> Stille Reserven treten u.a. i.Z.m. unterbewerteten Debitorenbeständen<sup>149</sup>, unterbewerteten Lagerbeständen<sup>150</sup>, unterbewerteten Waren in Arbeit oder überbewerteten Rückstellungen (wie z.B. Prozessrückstellungen) auf. Gerade bei KMU-Dienstleistern trifft man stille Reserven oft auch in der Position angefangene Arbeiten an. Will man die Bewertung eines Unternehmens durchführen, müssen die Bilanzen in einer ersten Phase von diesen stillen Reserven bereinigt werden. Man spricht in diesem Zusammenhang oft auch von der internen Jahresrechnung, welche ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild aufweist.

Neben den stillen Reserven sind in Abschlüssen gemäss Obligationenrecht oder anderen Standards auch Bewertungsreserven aus Liegenschaften resp. Beteiligungen zu korrigieren. Diese zählen gemäss Handbuch zur Wirtschaftsprüfung nicht zu den stillen Reserven im eigentlichen Sinne.<sup>151</sup>

**Beispiel:** Eine Liegenschaft mit Anschaffungskosten von CHF 1 Mio., Buchwert CHF 0.8 Mio. und Marktwert von CHF 2 Mio., CHF 0.2 Mio. sind dabei stille Reserve (Anschaffungskosten + wertvermehrnde Investitionen – Buchwert) und CHF 1 Mio. sind Zwangsreserven<sup>152</sup> (Marktwert – Anschaffungskosten – wertvermehrnde Investitionen).

---

<sup>147</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>148</sup> Allenfalls jedoch Bewertungsreserven.

<sup>149</sup> Im Steuerabschluss Schweizer Unternehmen können neben Einzelwertberichtigungen zwischen 5% und 10% des Debitorenbestandes pauschal wertberichtigt werden. Diese Rückstellung ist in den meisten Fällen höher als die tatsächlich benötigte Delkrederehöhe (Vorsichtsprinzip).

<sup>150</sup> Im Steuerabschluss Schweizer Unternehmen darf das sogenannte Warendrittel gebildet werden. Dieses ist meist auch vorsichtiger als die tatsächlich benötigte Rückstellung.

<sup>151</sup> Vgl. Handbuch der Wirtschaftsprüfung, 2009.

<sup>152</sup> Und damit keine stillen Reserven im Sinne des Gesetzes.

Wenn von interner Jahresrechnung gesprochen wird, muss ebenfalls eine Bereinigung von zusätzlichen Bilanzpositionen erfolgen. So können unter Umständen andere Werte für das Anlagevermögen oder bisher nicht berücksichtigte belastende Verpflichtungen einen grossen Einfluss haben. Diese Einflüsse müssen deshalb in der Bereinigungsphase genau analysiert werden. Bei kleinen Verhältnissen wird in aller Regel keine interne Buchhaltung geführt und die Anpassung resp. die Analyse der stillen Reserven kann sehr zeitraubend sein.

Als weitere wichtige Bereinigung wird in der Literatur<sup>153</sup> auch oft von Einmaleffekten gesprochen. Sofern in den zur Berechnung des Unternehmenswertes massgeblichen Zeitperioden solche Einmaleffekte (wie z.B. Goodwillabschreibungen, einmalige Restrukturierungsrückstellungen) auftreten, sind diese Effekte zu korrigieren. Es ist demnach eine Korrektur aller willkürlichen, betriebsfremden, periodenfremden und ausserordentlichen Posten notwendig.<sup>154</sup> Korrekturen können etwa buchmässige resp. kalkulatorische Abschreibungen, Veränderung von stillen Reserven, Einmalaufwendungen, Saläre der Gesellschafter resp. Buchungen von Mitarbeiteroptionen, Steuern, aber auch die Bewertung des immateriellen Vermögens (sog. Goodwill-Accounting) betreffen.

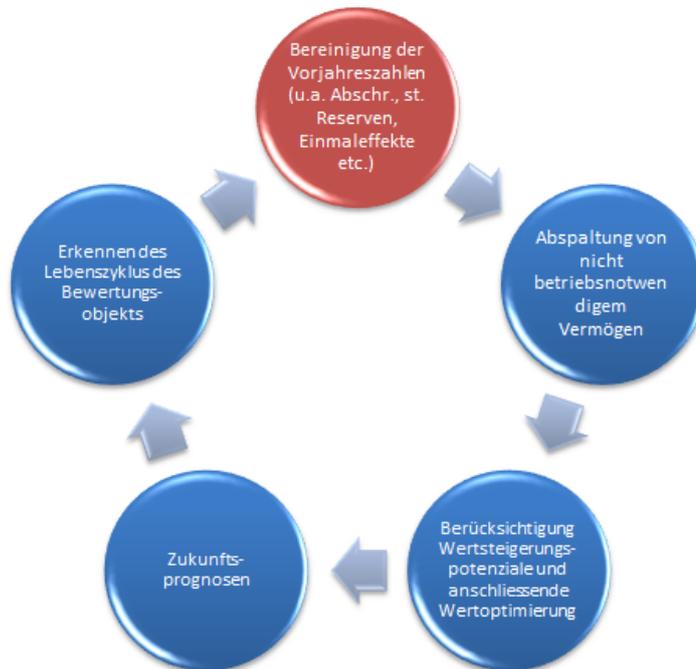
Es versteht sich, dass ein Verkäufer verständlicherweise den Marktwert<sup>155</sup> vergütet haben möchte.

---

<sup>153</sup> vgl. u.a. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>154</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>155</sup> Abzüglich allfälliger latenter Steuern.



**Abbildung 6:** Faktoren, welche in der Bewertung berücksichtigt werden müssen<sup>156</sup>

#### 4.5.2 Bereinigung der Zukunftsprognosen

Gemäss Helbling<sup>157</sup> ist die Zukunftsbezogenheit der wichtigste Grundsatz in der Unternehmensbewertung, jedoch gleichzeitig auch der schwierigste Teil, da hier die grössten Fehler gemacht werden können. Gerade bei sehr volatilen Ergebnissen können die Annahmen über die zukünftige Entwicklung massgeblichen Einfluss auf die Bewertung nehmen. In diesen Situationen wird deshalb empfohlen, eher von einem durchschnittlichen Ergebnis resp. Cash Flow der Folgejahre auszugehen und nicht jedes Jahr einzeln zu schätzen.<sup>158</sup>

Gerade bei den geschätzten Zahlen ist entscheidend, dass eine Zukunftsprognose auf Basis von Analysen der Strategieentwicklung vorgenommen wird. Helbling<sup>159</sup> schlägt in diesem

<sup>156</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Helbling, 2002, S. 735-742.

<sup>157</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>158</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 739.

<sup>159</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 739.

Zusammenhang sowohl eine interne als auch eine externe Analyse vor, bei welchen Hilfsmitteln wie Portfolio-Matrizen oder Stärken-Schwächen-Analysen eingesetzt werden.

Wie Abbildung 6<sup>160</sup> oben zeigt, wäre denkbar, ein bestehendes Geschäft vor dem Verkauf entsprechend zu verändern. In der Praxis wird oft angetroffen, dass ein Investor kein Interesse an nicht betriebsnotwendigem Vermögen (z.B. Liegenschaften, Autos, Cash etc.) hat. Auch kann ein aus mehreren Teilbereichen bestehendes Geschäft zuerst aufgespaltet werden, bevor ein Verkauf möglich wird. Die Szenarien und Möglichkeiten sind mannigfaltig und eine Auflistung aufgrund der Individualität des Einzelfalls nicht zielführend.

Verschiedene Autoren<sup>161</sup> befassen sich auch mit dem Thema der Ausscheidung von betrieblich notwendigen resp. betrieblich nicht notwendigen Aktiven. Die Unterscheidung ist deshalb wichtig, da ein potenzieller Käufer diesen Betriebsteil ohne grössere Probleme abspalten könnte. Er würde damit den internen Preis realisieren ohne dass die Existenz des Unternehmens gefährdet wäre. Typische Beispiele sind Überbestände an flüssigen Mitteln, Liegenschaften oder Wertschriften.<sup>162</sup>

Die Bewertung kann durch die Ausscheidung von betrieblichem und nicht betrieblichem Vermögen sehr stark beeinflusst werden. So stelle man sich beispielsweise ein Unternehmen vor, welches nicht mehr rentabel ist. Ein potenzieller Käufer wird es höchstwahrscheinlich aufteilen und die Vermögenswerte, welche betrieblich nicht notwendig sind, abspalten. Aus diesem Grund ist es von grosser Bedeutung, eine Unternehmensbilanz entsprechend in betrieblich notwendige und nicht betriebliche Aktiven einzuteilen. Verschiedene Autoren<sup>163</sup> sind sich jedoch einig, dass diese Unterteilung teilweise sehr schwierig sein kann. Bei der täglichen Arbeit mit Bewertungen stellt man fest, dass es nicht einfach ist, beispielsweise das betrieblich notwendige Bargeld, die betrieblich notwendigen Bestände auf den Bankkonti, die nötigen betrieblichen Finanzverbindlichkeiten oder die betrieblichen Sachanlagen zu definieren.

---

<sup>160</sup> Rot = Bereinigung der Vergangenheit, blau = Bereinigung der Zukunft.

<sup>161</sup> U.a. auch Hauser, 2010; Meyer 2002.

<sup>162</sup> Auch andere Bilanzpositionen können betroffen sein.

<sup>163</sup> vgl. z.B. Meier-Mazzucato, 2011, S. 156; Hauser, 2010; Meyer, 2002.

Bestände sind je nach Situation teilweise zu den betrieblichen, teilweise jedoch auch den nicht betrieblichen Vermögenswerten zuzuweisen.

Die Bewertung der nicht betrieblichen Vermögenswerte erfolgt nach Veräußerungspreisen.<sup>164</sup> Basis dafür sind die Fortführungswerte (Going Concern), welche sich je nach Art der Vermögenswerte leichter oder schwerer realisieren lassen.

Neben den Zukunftsprognosen ist auch die Einschätzung des Lebenszyklus entscheidend. Deren Ergebnisse können – müssen allerdings nicht – einen direkten Einfluss auf die Bewertung haben. Allfällige Wertsteigerungspotenziale sind ebenfalls zu berücksichtigen (z.B. Bauland etc.).

Wie aufgezeigt, liegt das primäre Ziel dieser Phase darin, eine verlässliche Datenbasis für die Bewertung zu schaffen. Nach dem Prozess der Bereinigung der Jahresrechnung ist die Wahl des passenden Bewertungsmodells entscheidend. Darauf wird nachfolgend eingegangen.

---

<sup>164</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 27; Meyer, 2002.

## 4.6 Bewertungsmethoden

In der Theorie<sup>165</sup> herrschen zwei grundlegende Prinzipien für eine Bewertung vor. Einerseits das ökonomische Prinzip, welches das Bestreben nach einem optimalen Verhältnis zwischen den eingesetzten Mitteln und dem erreichbaren Nutzen in den Fokus stellt. Andererseits die Theorie der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre<sup>166</sup>, welche das Unternehmen als ein zielorientiertes, produktives, soziotechnisches System sieht, in dem sich Entscheidungsprozesse zur Systemgestaltung und –steuerung abspielen.

Wie bereits im Kapitel zuvor festgestellt wurde, gibt es in der Literatur viele Forschungsstränge. Gemäss Kuhn<sup>167</sup> kennt die aktuelle Finanztheorie zwei Stossrichtungen – die neoklassischen Ansätze und die Finanztheorien der NIÖ<sup>168</sup>. Während bei den neoklassischen Ansätzen die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes vorausgesetzt wird, lassen sich unter dem Begriff der NIÖ Ansätze subsumieren, welche auf die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes verzichten, jedoch stattdessen die Existenz von Informationsasymmetrien und Transaktionskosten als Ausgangspunkt haben.<sup>169</sup> Unter den neoklassischen Modellen finden sich demzufolge Ansätze wie beispielsweise das CAPM<sup>170</sup>, die Portfolio-Theorie<sup>171</sup> resp. das Irrelevanz-Theorem<sup>172</sup> von Modigliani-Miller.<sup>173</sup> Unter den Finanzierungstheorien werden der Transaktionskostenansatz, sowie Agency- oder Property-Rights-Theorien verstanden.<sup>174</sup>

---

<sup>165</sup> vgl. u.a. Helbling, 1991, S. 21ff.

<sup>166</sup> vgl. dazu u.a. Helbling 1991, S. 22ff und die dort angeführte Literatur: Rühli, Grundzüge einer betriebswirtschaftlichen Entscheidungslehre, in: Festschrift Käfer 1968, S. 271-295; Heinen, Der entscheidungsorientierte Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, ZfB 1971, S. 429 ff., und ders., Entwicklungstendenzen in der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, U 1971, S. 89-99.

<sup>167</sup> Kuhn, 2005.

<sup>168</sup> NIÖ = Neue Institutionenökonomik.

<sup>169</sup> vgl. Kuhn, 2005.

<sup>170</sup> vgl. Sharpe, 1964.

<sup>171</sup> vgl. u.a. Markowitz, 1952/1958.

<sup>172</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958.

<sup>173</sup> vgl. Kapitel weiter oben.

<sup>174</sup> vgl. dazu u.a. Brennan, 1970.

Der nachfolgende Abschnitt gibt einen Überblick über Bewertungsmethoden und deren zeitliche Entstehung. Der Fokus liegt dabei auf den verschiedenen Methoden, vor allem aber auch auf den Parametern innerhalb dieser.

#### 4.6.1 Bewertungsmethoden

Bewertungsmodelle und Bewertungsansätze haben sich im Verlaufe der Zeit stark gewandelt. Gantenbein<sup>175</sup> gibt eine Übersicht über die Entwicklung der Unternehmensbewertung (vgl. Abbildung 7):

1920	Book value	Value = assets on balance sheet – liabilities
1925	Growth	Value = future earnings, growth (Edgar Smith)
1934	Earnings / Multiples	Value = $V = \frac{E}{r} = Multiple \cdot E = Multiple \cdot ROE \cdot B$
1950	Brand value	Value = Multiple of today's earnings + brand
1960	Growth	Value = $V = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_1 \times (1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_1 \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \frac{D_1}{r-g}$
1970	DCF	Value = discounted free cash flows
1980	Corporate Governance	Value = DCF – agency costs of equity
1990	Real options	Value = DCF + flexibility
2000	Intellectual capital	Value = Value of knowledge capital + assets

Abbildung 7: Paradigmen der Unternehmensbewertung<sup>176</sup>

<sup>175</sup> vgl. Gantenbein, 2006.

<sup>176</sup> vgl. Gantenbein, 2006, p. 10.

Diese Entwicklungen sind abhängig gewesen von den Entwicklungen der Theorien im vorangegangenen Kapitel. Damodaran<sup>177</sup> hat die Ansätze in folgende Kategorien unterteilt:

1. Discounted Cash Flow-Modelle
2. Liquidations- und Rechnungslegungsbewertung
3. Relative Bewertung
4. Contingent Claim Bewertung

Eine weitere Übersicht über Bewertungsmethoden findet sich in Abbildung 8. In dieser Übersicht geben Meyer und Hail<sup>178</sup> eine Zusammenfassung über verschiedene Bewertungsmethoden und unterteilen diese in folgende fünf Kategorien:

1. Bestandesorientierte Ansätze (u.a. Substanzwert)
2. Flussorientierte Ansätze (u.a. Ertragswert, Dividenden, DCF etc.)
3. Kombinatorische Ansätze (u.a. Mittelwert, Übergewinne, EVA)
4. Relative Ansätze (u.a. Multiples, vergleichbare Transaktionen, Kundenvergleiche)
5. Optionsbasierte Ansätze (u.a. Realloptionen)

Wie oben erläutert, existiert in der Literatur und Praxis eine Fülle von verschiedenen Methoden, mit welchen der Unternehmenswert einer Gesellschaft festgelegt werden kann. Abbildung 8 zeigt eine mögliche Darstellung<sup>179</sup>:

---

<sup>177</sup> vgl. Damodaran, 2006.

<sup>178</sup> vgl. Meyer, 2006, S. 82.

<sup>179</sup> Eine andere Aufteilung liefert beispielsweise Loderer, 2005; Hauser, 2010, S. 21.

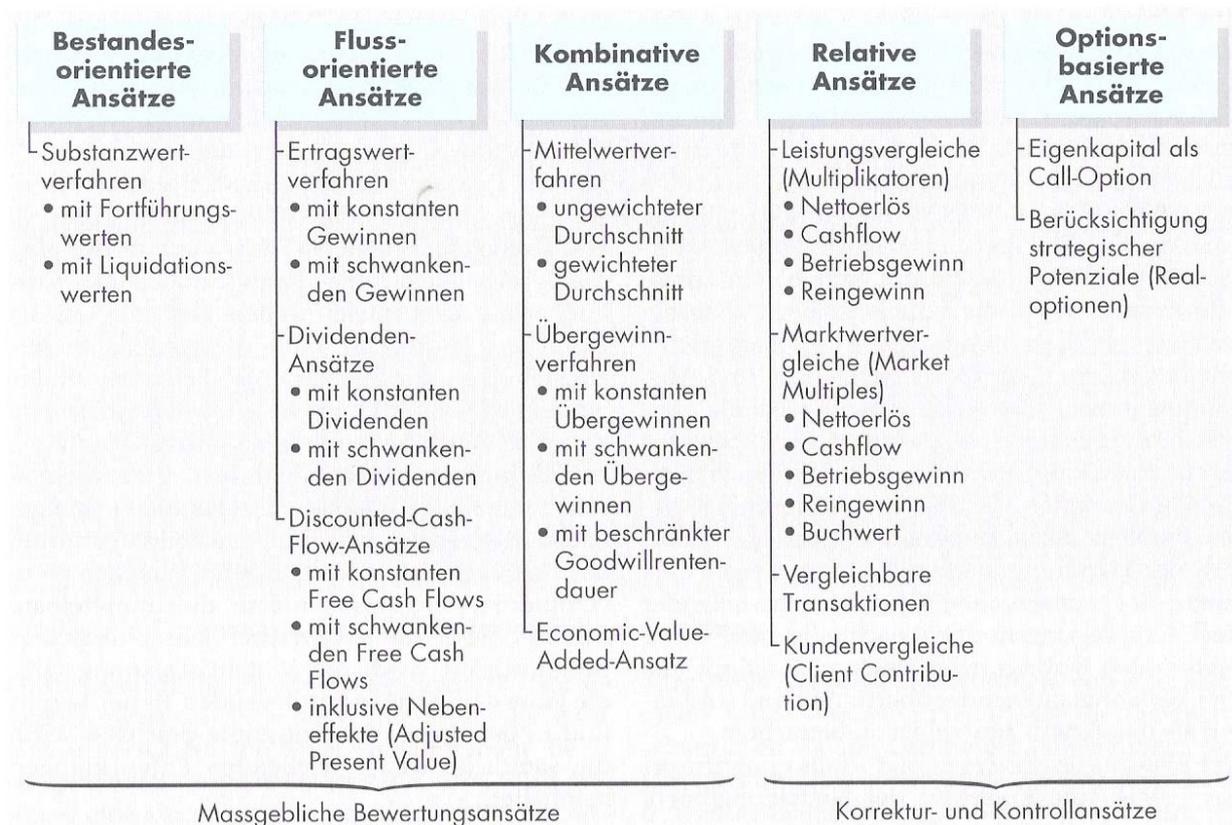


Abbildung 8: Bewertungsmethoden<sup>180</sup>

Auch in den internationalen Bewertungsstandards wird eine Unterscheidung der verschiedenen Ansätze vorgenommen. Anders als die bisherigen Quellen differenziert jedoch der Standardsetter lediglich zwischen drei Grundkonzepten – die Marktvergleichsmethode, der Einkommensansatz und der Kostenansatz. Diese Ansätze lassen sich in eine Hierarchie bringen. Sofern Preise für identische oder ähnliche Aktiven sehr nahe oder zum Zeitpunkt der Transaktion verfügbar sind, soll die Marktvergleichsmethode angewendet werden. Falls keine Preisinformationen vorhanden sind oder das Aktivum einzigartig ist, müssen andere Ansätze – Einkommensansatz oder Kostenansatz – herangezogen werden.<sup>181</sup>

<sup>180</sup> vgl. Meyer, 2006, S. 82.

<sup>181</sup> vgl. International Valuation Standards.

In der Literatur<sup>182</sup> wird oft eine Unterscheidung zwischen dem Fortführungs- und dem Liquidationswert vorgenommen. Prinzipiell kann davon ausgegangen werden, dass die Bewertung anhand des Fortführungswerts vorgenommen werden muss. Nur in seltenen Fällen (u.a. Geschäftsaufgabe, Restrukturierungen) kann eine Bewertung auf Basis von Liquidationswerten zielführend sein. Die Überlegungen dieser Arbeit beruhen auf Fortführungswerten.

#### **4.6.2 Unterscheidung Brutto- vs. Nettomethode resp. Equity vs. Entity Approach**

Oft wird bei Unternehmensbewertungen zwischen dem Equity und dem Entity Approach unterschieden. Der Unternehmenswert lässt sich unabhängig von der konkreten Verfahrensauswahl entweder auf Stufe Eigenkapital (Equity) oder Gesamtkapital (Entity) ermitteln. Während im Equity-Approach lediglich die Zahlungsströme an die Aktionäre betrachtet werden, sind im Entity-Ansatz zusätzlich die Ein- und Auszahlungen an die Gläubiger einzubeziehen.<sup>183</sup> Bei der Bruttomethode wird somit das Gesamtkapital (Eigen- und Fremdkapital) insgesamt betrachtet. Die Bilanzen sind<sup>184</sup> dabei zu bereinigen (stille Reserven etc.). Der Enterprise-Wert (Entity-Ansatz) ist der gesamte Wert eines Unternehmens inklusive seinem verzinsten Fremdkapital und Eigenkapital(-instrumenten).

Die Finanzierung einer Gesellschaft hält sich gemäss Myers/Majluf<sup>185</sup> an die „Hackordnung“ (Pecking-Order). Dabei wird sich das Unternehmen zuerst innerhalb des Unternehmens selber finanzieren. Erst wenn kein Kapital mehr intern aufgenommen werden kann, wird im nächsten Schritt Fremdkapital aufgenommen. Die letzte Stufe ist eine Mittelbeschaffung mittels Kapitalerhöhung.

---

<sup>182</sup> vgl. u.a. Meyer, 2002, S. 574ff.; IDW, 2008, S. 4.

<sup>183</sup> vgl. Meyer, 2002, S. 574.

<sup>184</sup> vgl. bspw. weiter oben Ausführungen zu stillen Reserven.

<sup>185</sup> vgl. Myers/Majluf, 1994, S. 99ff.

Unter dem Nettoansatz resp. Equity-Approach wird nur der Wert des Eigenkapitals betrachtet.<sup>186</sup> Der Equity-Wert stellt den Wert dar, der ein Unternehmen für seine Aktionäre hat (nach Abzug seiner Verpflichtungen).<sup>187</sup>

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Bewertung nach dem Entity-Ansatz immer eine solche nach dem Wert des Gesamtkapitals ist. Sofern es sich lediglich um das Eigenkapital des Unternehmens handelt, wird vom Equity-Wert gesprochen.<sup>188</sup>

Es ist jedoch zu beachten, dass bei konsequenter Anwendung beide Methoden zu denselben Resultaten führen, der Entity-Ansatz jedoch weniger fehleranfällig in Bezug auf Veränderungen in der Kapitalstruktur reagiert, da diese bereits implizit im Kapitalisierungssatz berücksichtigt ist.<sup>189</sup> Ebenfalls ist unter dem Thema Entity/Equity-Ansatz resp. Netto-/Bruttomethode das Irrelevanz-Theorem von Modigliani/Miller zu erwähnen, welches unter bestimmten Annahmen davon ausgeht, dass die Finanzierungsweise keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat.<sup>190</sup>

### 4.6.3 Bewertungsmethoden

Gemäss Helbling<sup>191</sup> ist bei einer Bewertung entscheidend, dass das gewählte Verfahren für die Betroffenen verständlich und im Wesentlichen nachvollziehbar ist. V.a. in KMU-Verhältnissen sind deshalb Vereinfachungen gefragt.<sup>192</sup>

Nachfolgend werden die gebräuchlichen Ansätze erläutert, welche in KMU-Bewertungen zur Anwendung gelangen. Dabei wird derselbe Sachverhalt jeweils nur in einem Kapitel erläutert,

---

<sup>186</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 28.

<sup>187</sup> vgl. International Valuation Standards.

<sup>188</sup> Eine Gegenüberstellung des Entity-, Equity-Ansatzes liefert bspw. Hauser, 2010, S. 32.

<sup>189</sup> vgl. Meyer, 2002, S. 574.

<sup>190</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958.

<sup>191</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735.

<sup>192</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735.

auch wenn er für andere Bewertungsmethoden ebenfalls Anwendung findet.<sup>193</sup> Dem Leser soll mit dem Kapitel ein Überblick über die Thematik der Bewertung gegeben werden. Auch soll der Leser wissen, welche Annahmen hinter den Methoden vorhanden sind und damit den kurzfristigen Bereich der Bewertung massgeblich beeinflussen können.

#### **4.6.3.1 Substanzwert zu Fortführungs- und Liquidationswerten**

Der Substanzwert zählt zu den bestandesorientierten Methoden<sup>194</sup>, da seine Grundlage eine Bilanz per Stichtag ist. In dieser Bewertung werden gemäss Volkart<sup>195</sup> aktuelle Wertansätze im Sinne des heutigen Reproduktionskosten-Zeitwertes angestrebt. Darunter wird der Geldbetrag verstanden, welchen ein Unternehmen aufwerfen muss, um die bestehenden Vermögenswerte exakt zu replizieren.<sup>196</sup> Andere Autoren<sup>197</sup> sehen in der Unterscheidung zwischen dem Wiederbeschaffungswert und dem Liquidationswert eine deutliche Diskrepanz. Führt man ein Unternehmen weiter, ist diese Frage allerdings rasch beantwortet, da hier nur die Bewertung zum Wiederbeschaffungswert eine adäquate Aussage liefern kann.

Wie bereits in den vorherigen Kapiteln dargelegt, ist deshalb bei der Bewertung zu Substanzwerten die Bilanz um gewisse Positionen anzupassen (u.a. stille Reserven). Auch sind Positionen zu eliminieren, welche inskünftig keinen Mehrwert für das Unternehmen darstellen. Darunter wird beispielsweise aktiviertes immaterielles Anlagevermögen verstanden, welches vom potenziellen Käufer nicht genutzt werden kann (z.B. aktivierte Gründungskosten<sup>198</sup>). Zieht man nun vom Total des gesamten Vermögens das Fremdkapital ab, ergibt sich der Nettosubstanzwert des Unternehmens.<sup>199</sup> Zu berücksichtigen sind dabei jedoch auch die

---

<sup>193</sup> bspw. wird der Diskontierungssatz im Kapitel über Cash Flow Bewertung behandelt.

<sup>194</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 25.

<sup>195</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 318.

<sup>196</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 26.

<sup>197</sup> vgl. Bpsw. Loderer, 2005, S. 728.

<sup>198</sup> Inwiefern diese einen Mehrwert für einen potenziellen Käufer darstellen, ist im Einzelfall abzuklären. Gemäss Gesellschaftsrechtsreform sind diese Kosten inskünftig sowieso nicht mehr aktivierbar.

<sup>199</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 318.

„stillen, stillen Reserven“<sup>200</sup>, welche von Wertsteigerungen bspw. von Grundstücken herrühren. Auch diese sind entsprechend zu bewerten. Die Ermittlung des Reproduktions-Zeitwertes steht dabei im Vordergrund der Überlegungen.<sup>201</sup>

Der Liquidationswert bildet bei vielen Bewertungen den niedrigsten Wert, welcher von einem potenziellen Käufer bezahlt werden soll. Er ist damit die Wertuntergrenze.<sup>202</sup>

Die Steuern sind gemäss Loderer<sup>203</sup> weder bei der Substanzwert- noch bei der Netto-Substanzwertmethode in die Bewertung einzubeziehen.

Gemäss Hauser<sup>204</sup> und Volkart<sup>205</sup> werden in der Praxis die latenten Steuern auf den stillen Reserven häufig mit dem halben Gewinnsteuersatz berechnet. Der Grund der Reduktion des Steuersatzes liegt im Zeitwert des Geldes begründet. Prinzipiell ist diese These plausibel, da die latenten Steuern in Zukunft teilweise gar nicht realisiert werden und die latente Steuerlast deshalb nicht zum Tragen kommt.<sup>206</sup> Latente Steuern auf nicht betriebsnotwendigem Vermögen werden dagegen häufig zum vollen Gewinnsteuersatz berechnet.<sup>207</sup>

#### **4.6.3.2 Einkommensansätze**

Es gibt eine Fülle von Methoden, welche unter den Einkommensansätzen subsumiert werden. So zählen u.a. Gewinnmethoden und die Discounted Cash Flow-Methode darunter. Einkommen und Cash Flow werden in der Theorie verschieden definiert. Üblicherweise sind diese jedoch

---

<sup>200</sup> „Stille, stille Reserven“ sind diejenigen Reserven, welche nach schweizerischem Obligationenrecht nicht als stille Reserven gelten. So sind bspw. Wertsteigerungen von Liegenschaften hierbei gemeint.

<sup>201</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 331.

<sup>202</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 27.

<sup>203</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 730.

<sup>204</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 35.

<sup>205</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 318.

<sup>206</sup> Andere Autoren, wie z.B. Loderer (2005, S. 730) berücksichtigen beide den vollen Ertragswertsteuersatz.

<sup>207</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 35.

nach Steuern.<sup>208</sup> Die Kapitalisierungs- und Diskontrate muss zudem auf die angewandten Definitionen von Einkommen und Cash Flow abgestimmt sein.<sup>209</sup>

Typisch bei den Ertragswertmethoden ist die Analyse der vergangenen Jahre. Wie bereits weiter vorne ausgeführt, hängt damit auch eine Bereinigung der Vergangenheitszahlen zusammen. Dabei werden die Zahlen der Erfolgsrechnungen, Budgets, Business Pläne und dergleichen abgestuft nach Phasen extrapoliert (z.B. mittels Percent-Sales-Methode<sup>210</sup> etc.).<sup>211</sup>

Viele Bewertungsgutachten werden heute mit der Discounted Cash Flow-Berechnung vorgenommen. Weiter sind auch Ertragswertberechnung resp. Substanzwertmodelle mögliche Ansätze. Um sich ein Bild über die Bewertung machen zu können, müssen jedoch die einzelnen Parameter einer Berechnung genauer analysiert werden. Am Beispiel der in der Praxis oft anzutreffenden DCF-Methode soll nachfolgend aufgezeigt werden, wie sich üblicherweise einzelne Parameter berechnen lassen resp. was für Interpretationsspielräume existieren.

#### 4.6.3.2.1 Discounted Cash Flow

Rappaport<sup>212</sup>, der Vater des Shareholder Values, hat bereits in seinen jungen Jahren folgenden Satz geprägt:<sup>213</sup> „*Shareholders' return is relevant, not the distributed profit.*“ Implizit wies er bereits damals darauf hin, dass der FCF die entscheidende Grösse darstellt.

Unter der Discounted Cash Flow-Bewertung subsumiert Damodaran<sup>214</sup> die Theorie, welche den Wert eines Vermögenswertes zu seinen in Zukunft erwarteten Zahlungsströmen in Relation

---

<sup>208</sup> vgl. International Valuation Standard.

<sup>209</sup> vgl. dazu auch Ausführungen im Kapitel über Entity/Equity-Ansatz.

<sup>210</sup> vgl. u.a. Crocker, 2002.

<sup>211</sup> vgl. Vischer, 2010, S. 132.

<sup>212</sup> vgl. Rappaport, 1995.

<sup>213</sup> vgl. Gantenbein, 2006.

<sup>214</sup> vgl. Damodaran, 2006, S. 3.

setzt. Sie hat sich in der Praxis als Best Practice durchgesetzt. Dies ist allgemein anerkannt.<sup>215</sup> Der Grund liegt darin, dass die Gewinne durch bilanzpolitische Spielereien manipuliert werden können, wohingegen dies beim Cash Flow nur bedingt möglich ist. Beispielsweise hat die Abschreibungspolitik oder die Bewertung des Lagers einen grossen Einfluss auf die Ertragslage, jedoch weniger auf die Cash Flows. Bei der Analyse der Bewertungen ist allerdings Vorsicht geboten, denn mit tieferen Investitionen sind massive Steigerungen des Gewinnes kaum realistisch.<sup>216</sup> Ein Wachstum ist unter diesen Voraussetzungen somit kaum denkbar.<sup>217</sup> Tiefere Investitionen führen jedoch kurzfristig zu höheren Free-Cash Flows.

Die Formel der DCF-Methode zur Berechnung des Unternehmenswerts erscheint auf den ersten Blick sehr übersichtlich und einfach zu sein. Sie setzt sich folgendermassen zusammen:<sup>218</sup>

$$W = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+r)^T} + \frac{1}{(1+r)^T} * W_T = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{W_T}{(1+r)^T}$$

Nach dem GGM lässt sich die Formel auch folgendermassen zusammenfassen:<sup>219</sup>

$$W = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+r)^T} + \frac{1}{(1+r)^T} * \frac{FCF_{T+1}}{r-g}$$

Zuerst sollen die einzelnen Bestandteile des Modells erläutert werden.

#### 4.6.3.2.1.1 FCF

Bei der Discounted-Cash Flow-Bewertung spielt die Definition des Cash Flows eine entscheidende Rolle, denn diese hat letztlich einen grossen Einfluss auf den Wert, welcher bei

<sup>215</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 643; Spremann, 2005, S. 156; Hauser, 2010, S. 80.

<sup>216</sup> Zwar lässt sich dies nicht generell folgern, doch ist bei einer Bewertung mit sinkenden Investitionen eine Umsatzsteigerung kritisch zu hinterfragen, da zukünftig von der Substanz gelebt wird.

<sup>217</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 161.

<sup>218</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 167. Dabei entspricht  $FCF_x$  = Free Cash Flow der Periode X,  $r$  = Zinssatz,  $g$  = Wachstumsrate,  $W_T$  = Residualwert.

<sup>219</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 169.

der Bewertung resultiert. Eine Zusammenfassung über mögliche Cash Flow-Begriffe lässt sich folgender Graphik entnehmen:<sup>220</sup>



Abbildung 9: Cash Flow Definitionen<sup>221</sup>

In der Praxis wird praktisch ausschliesslich auf den Free-Cash Flow abgestellt. Der Free-Cash-Flow ist derjenige Cash Flow, welcher die operativen Ein- und Auszahlungen, aber auch die Zahlungen für die Investitionen berücksichtigt.<sup>222</sup> Er ist derjenige Geldbetrag, welcher zur freien Verfügung steht, um die Ansprüche der Kapitalgeber (Fremd- und Eigenkapitalgeber) zu befriedigen.<sup>223</sup> Diese frei verfügbaren Mittel stammen aus dem Mittelzufluss aus operativer Tätigkeit (operativer Cash Flow vor Zinszahlungen) und dem Mittelab-/zufluss aus Investitionstätigkeit (investiver Cash Flow).

<sup>220</sup> In Anlehnung an Loderer et al., 2005, S. 584.

<sup>221</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Loderer, 2005.

<sup>222</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 585.

<sup>223</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 585.

Gemäss Loderer<sup>224</sup> ist der Free Cash Flow jedoch lediglich bei der Bewertung des gesamten Unternehmens (Enterprise Value) anzuwenden. Wird hingegen eine Bewertung des Eigenkapitals (Equity Value) vorgenommen, darf nur der Cash Flow verwendet werden, welcher den Eigenkapitalgebern zusteht. Es handelt sich dabei um den Residual Cash Flow.

Zur Erlangung der Cash Flows fordert die Literatur die Erstellung eines Geschäftsplans.<sup>225</sup> Dabei werden zukünftige Bilanzen und Erfolgsrechnungen prognostiziert, welche dann in Cash Flow-Statements münden. Der Geschäftsplan soll dabei aus dem Produktions- und Absatzplan abgeleitet werden.<sup>226</sup> Dabei sollen auch die Ergebnisse vollständig ausgeschüttet werden resp. die Investoren werden in Jahren mit negativen Cash Flows vom Modell gezwungen Geld einzulegen.<sup>227</sup> In der Literatur<sup>228</sup> herrschen zwei Methoden vor, wie die Cash Flows abgeleitet werden können. Einerseits wird dies über die T-Account-Methode, andererseits über die Percent-of-Sales-Methode vorgenommen. Bei der T-Account-Methode wird jede Position der Bilanz und Erfolgsrechnung einzeln analysiert und prognostiziert, wie sich diese in der Zukunft entwickeln wird.<sup>229</sup> Bei der Percent-of-Sales-Methode werden anhand des Umsatzes verschiedene Kosten abgeleitet. Im langjährigen Bereich dürften die Margen und die Entwicklung der Kosten ziemlich konstant sein, weshalb auch diese Methode möglich ist. Gemäss Loderer<sup>230</sup> wird in der Praxis meist eine Kombination dieser beiden Methoden verwendet.

#### **4.6.3.2.1.2 Kapitalisierungszinssatz**

Der Kapitalisierungszinssatz ist ein wichtiges Instrument, um das Risiko und die damit zusammenhängende alternative Anlagemöglichkeit darzustellen. Um zu verstehen, weshalb ein

---

<sup>224</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 586.

<sup>225</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 160.

<sup>226</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 160.

<sup>227</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 162.

<sup>228</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 599.

<sup>229</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 599.

<sup>230</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 599.

Kapitalisierungszinssatz angewendet wird, muss in einer ersten Phase zuerst der Risikobegriff definiert werden. Im weiteren Verlauf dieses Unterkapitels soll anschliessend der Kapitalisierungszinssatz abgeleitet werden.

#### 4.6.3.2.1.2.1 Der Begriff des Risikos und der Rendite

Risiko und Rendite gehören in der Bewertung von Unternehmen zu den Grundbegriffen. In der Literatur geht die Entstehungs- und Analysegeschichte dieser Begriffe tief ins 20. Jahrhundert zurück. Bereits John Burr Williams hat in seinem Werk „The Theory of Investment Value“ im Jahr 1938 den Begriff Risiko und Rendite erwähnt. Auch in dieser Arbeit wurde bereits unter dem Kapitel 4.3 darauf eingegangen.

Risiko und Rendite sind jedoch nicht nur in der Literatur zur Unternehmensbewertung, sondern auch in anderen Forschungssträngen – insbesondere der Soziologie – untersucht worden. Laux<sup>231</sup> beschreibt im Buch „Entscheidungsprozesse“, dass die Entscheidungsfindung ein elementarer und täglich auftretender menschlicher Prozess ist. Innerhalb der Entscheidungstheorie befasst sich die Forschung mit der Analyse des Entscheidungsverhaltens von Individuen und Gruppen.<sup>232</sup> Als ein Teil der Entscheidungstheorie werden auch die Risikoverbunde definiert. Entscheide führen somit stets zu gewissen Risiken, welche positiv oder negativ ausgehen können.

Risiko ist deshalb ein weit verbreiteter Begriff, welcher verschiedene Definitionen beinhaltet. So etwa beschreibt der Duden das Risiko als:

*„möglicher negativer Ausgang bei einer Unternehmung, mit dem Nachteile, Verlust, Schäden verbunden sind; mit einem Vorhaben, Unternehmen, oder Ähnliches verbundenes Wagnis.“ (vgl. Duden, 2011).*

---

<sup>231</sup> vgl. Laux, 2005.

<sup>232</sup> vgl. Laux, 2005. S. 1.

Risiko muss deshalb nicht nur negativ behaftet sein, sondern bietet auch Chancen. Mit Risiko steigt zwar die Gefahr eines negativen Ausfalls, jedoch eröffnen sich daraus auch Chancen für eine positive Entwicklung. Oftmals ist der Begriff Risiko jedoch negativ behaftet, weshalb sich in der Literatur beispielsweise Shortfall-Risiken etabliert haben. Darin wird mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen, dass ein Ereignis eintritt.<sup>233</sup> Zum Beispiel kann eine Fragestellung lauten, ob mit 90%-iger Wahrscheinlichkeit ein Totalausfall für das Portfolio ausgeschlossen werden soll. Hierbei interessiert deshalb i.d.R. lediglich der negative Ausgang eines Szenarios.

Risiken müssen innerhalb einer Bewertung genügend berücksichtigt werden. In der Bewertungstheorie wird man dem Risiko in der Regel mit Diskontsätzen gerecht. Der Zinssatz kann gemäss Irving Fisher<sup>234</sup> definiert werden als:

*„...the per cent of premium paid on money at one date in terms of money to be in hand one year later.“*

Wie Fisher bereits in den 30-er Jahren gefolgert hat, ist die Diskontierung ein fundamentaler Grundsatz.<sup>235</sup>

Zuerst jedoch zu den grundsätzlichen Überlegungen. Von der Diskontierung spricht man, wenn man zukünftige Ströme zum jetzigen Zeitpunkt bewerten möchte. Nur mit der Berechnung des derzeitigen Wertes können Investments miteinander vernünftig verglichen werden. Der Kapitalisierungsfaktor erfüllt jedoch auch eine Risiko- und Steuerungsfunktion. Nur unter Berücksichtigung der Risiken eines Investments sollte dieses mit anderen verglichen werden. Im Englischen wird der Ausdruck „Time Value of Money“<sup>236</sup> verwendet, was dem Umstand der Vergleichbarkeit besser Rechnung trägt. Auch ist das Verhalten des Managements

---

<sup>233</sup> vgl. dazu auch Roy, 1952.

<sup>234</sup> vgl. Fisher, 1930, S. 13.

<sup>235</sup> vgl. Fisher, 1930, S. 14.

<sup>236</sup> Zeitwert des Geldes.

(Steuerungsfunktion) im Diskontfaktor integriert.<sup>237</sup> Üblicherweise werden in der praktischen Bewertung oftmals gleiche Erträge in die Zukunft extrapoliert resp. auch dieselben Wachstumsraten<sup>238</sup> herangezogen. In diesem Zusammenhang spricht man auch von Annuitäten, wofür es diverse Tabellen zur Berechnung gibt.<sup>239</sup>

Gemäss IDW Standard 1<sup>240</sup> soll ein Kapitalisierungssatz verwendet werden, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. In der Praxis resp. auch in der Literatur<sup>241</sup> wird oft der WACC angewendet. Die Formel des WACC lautet:

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

**Abbildung 10:** Formel WACC<sup>242</sup>

In der Praxis werden bei KMU's oftmals auch Risiko-Komponenten-Ansätze, generelle Marktrisikoprämien oder Branchenschätzungen gewählt. Auch ist ein APV-Ansatz denkbar. Dieser ist allerdings in der KMU-Praxis nicht gross verbreitet, da er verhältnismässig schwieriger anzuwenden ist.<sup>243</sup> Nachfolgend werden die beiden Methoden Risiko-Komponenten-Ansatz und CAPM näher vorgestellt. Für die Marktrisikoprämie und Branchenschätzungen wird auf Loderer<sup>244</sup> verwiesen.

<sup>237</sup> vgl. dazu Hauser, 2010, S. 52.

<sup>238</sup> Sofern überhaupt Wachstumsraten in das Modell integriert werden.

<sup>239</sup> vgl. bspw. Hauser, 2010.

<sup>240</sup> vgl. IDW, 2008, S. 3f.

<sup>241</sup> vgl. u.a. Copeland et al., 2000, S. 54f.; Mandl, 1997.

<sup>242</sup>  $r_{WACC}$  = weighted average cost of capital Zinssatz,  $r_{FK}$  = Zins des Fremdkapitals,  $s$  = Steuersatz,  $r_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz,  $FK$  = Fremdkapital,  $EK$  = Eigenkapital,  $GK$  = Gesamtkapital.

<sup>243</sup> Ein ausführlicher Vergleich liefert Loderer (2005, S. 667), welcher für verschiedene Methoden den richtigen Ansatz definiert.

<sup>244</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 374ff.

#### 4.6.3.2.1.2.2 Risiko-Komponenten-Ansatz

Gemäss Hauser<sup>245</sup> ist der Risiko-Komponenten-Ansatz durch eine qualitative Herangehensweise geprägt. Dabei werden subjektiv festgelegte Risikozuschläge geschätzt und auf die entsprechende geschäftliche Ausgangslage angewendet. Die Methode ist hauptsächlich für nicht-börsenkotierte Unternehmen anzuwenden.<sup>246</sup> Sie bietet in der Praxis eine Alternative zum CAPM-Ansatz. Gemäss Volkart<sup>247</sup> werden zum risikolosen Zinssatz (Rendite von Staatsanleihen, ca. 4,0%) folgende Komponenten dazugezählt:

- Risikozuschlag für Geschäftsrisiko (ca. 3,0%)
- Risikozuschlag für den Financial Leverage (1.5%)
- Risikozuschlag für „Immobilität“ und Firmengrösse (2.5%)

Dies ergibt insgesamt einen Eigenkapitalkostensatz von rund 10% (hier 11%).

Ein etwas weiter ausgeprägtes Beispiel für die Berechnung des Risiko-Komponenten-Ansatzes kann nachfolgender Graphik entnommen werden. Dabei muss jedoch deutlich vor Augen gehalten werden, dass teilweise auch Korrelationen zwischen den entsprechenden %-Sätzen auftreten können, welche nicht doppelt gezählt werden dürfen.

---

<sup>245</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 54.

<sup>246</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 54.

<sup>247</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 365.

Eigenkapitalrisiko		Bandbreite		Gewählter Wert	
		von	bis		
<b>Risikoloser Basiszins 10 J. Bundesobligation</b>		RZR	2.0%	2.5%	<b>2.0%</b>
Unternehmensspezifischer Risikozuschlag	<b>1. Geschäftsrisiken, allg. Unternehmerrisiko</b>		1.0%	3.0%	<b>3.0%</b>
	Grösse				
	Rechtsform				
	Qualität Management				
	Personalstruktur				
	Klumpenrisiken				
	Produkttrisiken				
	Zusammensetzung der Aktiven				
	Standort/Lage				
	Währungsrisiko				
Ergebnisvolatilität					
	<b>2. Finanzielles Risiko</b>		1.0%	3.0%	<b>1.0%</b>
	Finanzstruktur und Risiken aufgrund				
	Fremdfinanzierung				
	<b>3. Immobilitätszuschlag</b>		1.0%	3.0%	<b>1.0%</b>
	erschwerter Verkauflichkeit aufgrund				
	fehlender Kotierung				
Branchen-spezifischer Risiko-zuschlag	Konkurrenz		2.0%	4.0%	<b>3.0%</b>
	Konjunkturanfälligkeit				
	Markt- und Umwelteinflüsse				
Risiko-abschlä-ge	- Währungsrisiken		0.0%	0.0%	0.0%
	- Geldentwertungsschutz		-0.5%	-1.0%	0.0%

Abbildung 11: Einfacher Risikokomponenten-Ansatz Eigenkapitalrendite<sup>248</sup>

In der Praxis wird davon ausgegangen, dass der Prozentsatz zwischen 7 und 16% liegt.<sup>249</sup> Viele Praktiker sehen Werte um 10% als realistisch. Die obige Graphik könnte zudem

<sup>248</sup> Eigene Darstellung. Weiterentwicklung des Ansatzes von Hauser, 2010, S. 55.

<sup>249</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 55.

weiterentwickelt werden, sodass die einzelnen Unterkategorien eine eigene Gewichtung erfahren.

#### 4.6.3.2.1.2.3 Das CAPM<sup>250</sup>

Beim CAPM wird ausgehend vom risikolosen Zinssatz ( $R_f$ ) die Marktrisikoprämie ( $\mu_M - R_f$ ) mit dem Risiko des Unternehmens<sup>251</sup> multipliziert und beide Additionsterme miteinander zusammen gerechnet. Die Formel dazu lautet:

$$E(R_j) = R_f + (\mu_M - R_f) * \beta_j$$

#### Abbildung 12: CAPM<sup>252</sup>

Bereits beim vermeintlich einfachsten Additionsterm – dem risikolosen Zinssatz – sind verschiedene Literaturquellen sehr kritisch und äussern sich zu Punkten, welche ebenfalls berücksichtigt werden müssen. Generell wurde das CAPM bereits in vielen Studien kritisch analysiert.<sup>253</sup> Der Grund liegt darin, dass der Ansatz einige Vereinfachungen und Verallgemeinerungen beinhaltet. In der Praxis ist das CAPM aufgrund der relativ einfachen Handhabung jedoch oft anzutreffen.

Die einzelnen Elemente des CAPM sollen nachfolgend erläutert werden.

### 1. Risikoloser Zinssatz ( $R_f$ )

Der risikolose Zinssatz wird in der Corporate Finance und bei Bewertungen meist als gegeben betrachtet, um den Fokus mehr auf Risikoannahmen und –parameter von Unternehmen und

---

<sup>250</sup> Capital Asset Pricing Model.

<sup>251</sup> Oder der entsprechenden Anlage.

<sup>252</sup>  $E(R_j)$  = geforderte Eigenkapitalrendite,  $R_f$  = risikoloser Zinssatz,  $\mu_M$  = Renditeerwartung des Marktes,  $\beta_j$  = spezifisches Risiko einer Anlageklasse resp. nicht diversifizierbares (systematisches) Risiko der Aktie bzw. des Titels.

<sup>253</sup> vgl. u.a. Richter, 2002, S. 56f.

Risikoprämien richten zu können.<sup>254</sup> Üblich bei Bewertungsmodellen sind risikolose Zinssätze, welche von Staatsanleihen abgeleitet werden. In der Praxis oft anzutreffen ist die Rendite auf Verfall (YTM)<sup>255</sup> von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren.<sup>256</sup>

Damit wir einen risikolosen Zinssatz verstehen können, muss zuerst die dahinterliegende Annahme verstanden werden. Viele Modelle setzen einen risikolosen Vermögenswert voraus. Dabei stellt Damodaran<sup>257</sup> zurecht die Frage, was einen risikolosen Vermögenswert auszeichnet und gibt gleich selber die Antwort darauf. Für ihn müssen zwei Bedingungen gegeben sein:

- a) Die Erträge aus dem Vermögenswert sollten identisch mit den erwarteten Erträgen sein.
- b) Die Erträge sollten nicht mit risikobehafteten Investments des Marktes korrelieren.

Punkt a) setzt zwei grundlegende Bedingungen voraus, welche beide erfüllt werden müssen. So sollte einerseits kein Ausfallrisiko, andererseits kein Reinvestitionsrisiko bestehen.<sup>258</sup> Gerade die Kredit- und Schuldenkrise der Europäischen Union ab 2008 hat gezeigt, dass auch grosse Unternehmen und Staaten Ausfallrisiken beinhalten. Dies bringt den Bewerter jedoch vor eine nicht lösbare Aufgabe, denn der risikolose Zinssatz ist Bedingung für die Bewertung mit dem CAPM. Die einzige risikolose Anlage wird deshalb trotzdem bei Staatsanleihen liegen.<sup>259</sup> Deshalb sind Staatsanleihen nominell gesehen die einzigen Instrumente, welche das Kriterium „kein Ausfallrisiko“ erfüllen. Am Rande soll erwähnt werden, dass diese Anleihen jedoch nicht überall risikolos sind, da es z.B. Staaten geben kann, welche die Schulden vorheriger Regierungen nicht übernehmen oder wenn ein Staat Geld in anderen als seiner eigenen Währung ausleiht.<sup>260</sup> Die zweite Bedingung ist etwas schwieriger zu verstehen, weshalb dies anhand eines Beispiels illustriert werden soll. Eine risikolose, Sechs-Monate-Staatsanleihe ist nicht vollständig risikolos, da man zum Zeitpunkt des Abschlusses nicht weiss, wie man das Geld in sechs Monaten

---

<sup>254</sup> Damodaran, 2008.

<sup>255</sup> Yield to Maturity.

<sup>256</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 58.

<sup>257</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 3.

<sup>258</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 5.

<sup>259</sup> Obwohl auch hier natürlich aufgrund der Verschuldungssituation der Staaten ein potenzielles Risiko besteht.

<sup>260</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 6.

reinvestieren kann. Aus diesem Grund muss gemäss Damodaran<sup>261</sup> der risikolose Zins für eine Sechs-Monate-Anleihe gleich hoch sein wie der erwartete Return auf einer ausfallfreien Sechs-Monate-Zero-Coupon-Staatsanleihe. Dies heisst jedoch nichts anderes, als dass der risikolose Zinssatz sich im Verlaufe der Zeit verändert.<sup>262</sup> In der Praxis der Bewertung hat sich jedoch ein Zinssatz für 10-Jahres-Staatsanleihen als gute Annäherung durchgesetzt. In Ausnahmefällen, bei denen sich die Zinssätze im Verlaufe der Zeit drastisch verändern, wären jedoch flexible Zinssätze anzuwenden.<sup>263</sup>

10-Jahres Staatsanleihen sind gemäss obigen Ausführungen eine gute Annäherung. Gerade in heutiger Zeit wissen wir jedoch, dass verschiedene Länder verschiedene Bonitäten aufweisen. So etwa sind Staatsanleihen der Vereinigten Staaten nicht identisch mit denjenigen der Schweiz. Damodaran<sup>264</sup> hat exemplarisch die 2-Jahres- und 10-Jahres-Zinssätze der Staatsanleihen verschiedener Länder zusammengefasst. Bei der Bewertung von Unternehmen sind deshalb stets länderspezifische Zinssätze zu berücksichtigen.

## 2. Marktrisikoprämie ( $\mu_M - R_F$ )

Mit dem Multiplikator Beta zusammen entspricht der Term „ $(\mu_M - R_F) * \beta_j$ “ der Risikoprämie für eine spezifische Anlage j.<sup>265</sup> Die Differenz zwischen der Aktienmarktrendite und dem risikolosen Zinssatz ergibt die unternehmensunabhängige Marktrisikoprämie.<sup>266</sup> Diese liegt für den Aktienmarkt Schweiz zwischen 1973 und 2001 bei rund<sup>267</sup> 4% (mit geometrischer Mittelwertberechnung<sup>268</sup>) resp. bei 6.5% (mit arithmetischer Mittelbestimmung).<sup>269</sup> Mit der

---

<sup>261</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 6.

<sup>262</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 6.

<sup>263</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 10.

<sup>264</sup> vgl. Damodaran, 2008, S. 11.

<sup>265</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 367.

<sup>266</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 58.

<sup>267</sup> vgl. Vettiger & Volkart, 2002, S. 756.

<sup>268</sup> Eine Diskussion zu geometrischer resp. arithmetischer Mittelwertbestimmung findet sich beispielsweise in Brealey/Myers, 2003, S. 156f.; Cooper, 1996 oder Volkart, 2011, S. 210.

<sup>269</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 58: Gemäss ihm belegen Studien, dass der Wert für Deutschland und Schweiz bei ca. 5% liegt.

Marktrisikoprämie werden Risiken im Zusammenhang mit der Konjunkturlage, der allgemeinen Finanzmarktsituation, der politischen Stabilität oder eventuellen Gesetzesänderungen abgedeckt.<sup>270</sup>

Gemäss Spremann<sup>271</sup> liegt die Renditeerwartung des Marktportfolios<sup>272</sup> ( $\mu_M$ ) für den Schweizer Markt bei 8% resp. 10%, je nachdem ob die realwirtschaftliche oder die finanzwirtschaftliche Betrachtungsweise gewählt wird.<sup>273</sup> Dabei wird aufgezeigt, dass die Rendite der Realwirtschaft um ca. 2% unterhalb derjenigen der Finanzwirtschaft liegt.<sup>274</sup> Autoren wie Mehra/Prescott<sup>275</sup> haben in ihrem Equity-Premium-Puzzle dargelegt, dass die Marktrendite der letzten Jahre eigentlich deutlich tiefer sein sollte als in den historischen Analysen berechnet. Jedoch wäre auch der durchschnittliche risikolose Zinssatz deutlich höher.<sup>276</sup> Gestützt auf diese Erkenntnisse dürfte die Diskontrate deshalb tendenziell eher unter 10% als über 10% zu liegen kommen.<sup>277</sup>

Der Unterscheidung zwischen diversifizierbaren und nicht diversifizierbaren Risiken ist ein hoher Stellenwert beizumessen. Gemäss Spremann<sup>278</sup> sind unsystematische Risiken solche, welche sich mittels der zur Verfügung stehenden Instrumente diversifizieren lassen. Systematische Risiken hingegen lassen sich nicht weiter diversifizieren, weshalb für die Übernahme dieser Risiken eine Rendite erwartet wird.<sup>279</sup>

Eine Diskussion über Risikoprämien findet sich in Fama/French (1992) oder Cochrane (2007). Dabei werden bestehende Modelle wie das CAPM durch andere Faktoren<sup>280</sup> ersetzt, welche die Rendite einer Anlage besser erklären. Das CAPM beschreibt bei einer gegebenen Marktprämie die durchschnittlichen Erträge von Portfolios.

---

<sup>270</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 58.

<sup>271</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 103.

<sup>272</sup> Als ein Bestandteil der Marktrisikoprämie.

<sup>273</sup> Eine ausführliche Diskussion zu diesem Thema findet sich in Spremann, 2005, S. 80ff.

<sup>274</sup> vgl. dazu auch Fama/French, 2002. Für den europäischen Markt hat Cieslak (2004) die 2% ebenfalls bestätigt.

<sup>275</sup> vgl. Mehra/Prescott, 1985, S. 145ff.

<sup>276</sup> vgl. Mehra/Prescott, 1985, S. 158.

<sup>277</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 100.

<sup>278</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 106.

<sup>279</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 106.

<sup>280</sup> Anstelle des risikolosen Zinssatzes und der Marktrisikoprämie.

Bei Fama/French<sup>281</sup> werden verschiedene Faktoren mittels Regression<sup>282</sup> analysiert. Insgesamt werden drei Aktienmarktfaktoren und zwei Bondmarktfaktoren erwähnt. Bei den Aktienmarktfaktoren spielen ein allgemeiner Marktfaktor, die Firmengrösse und die Relation Buch-/Marktwert eine Rolle. Bei den Bondmarktfaktoren sind die Fälligkeit und das Ausfallrisiko entscheidend. Gemäss Fama/French<sup>283</sup> erklären diese Faktoren die Variation von Renditen von Bonds und dem Aktienmarkt gut. Im Weiteren wurde ebenfalls empirisch erwiesen, dass KMU's höhere Renditen haben als aufgrund des Betas zu erwarten wäre.<sup>284</sup>

In jüngster Zeit untersuchte Cochrane<sup>285</sup> über- und unterdurchschnittliche Gewinne von Anlagen. Die Risikoprämien sollten gemäss herrschender Lehre Risiken abdecken, welche sich z.B. in Krisenzeiten ergeben.<sup>286</sup> Cochrane<sup>287</sup> erforschte dabei den Zusammenhang zwischen makroökonomischen Ereignissen und den Renditen von Anlagen.

Diese Aufsätze zeigen auf, dass das Verstehen der Risikoprämien in der Literatur bei weitem noch nicht da angelangt ist, wo man eigentlich sein möchte. Man hat zwar bereits signifikante Zusammenhänge feststellen können, doch ergeben sich durch verschiedene neue Forschungsrichtungen (wie etwa mit der Analyse von makroökonomischen Faktoren) neue Zweige, welche die Risikoprämien aufgrund anderer Gesichtspunkte zu erklären versuchen. Die Frage nach dem „Was Unternehmen erfolgreich macht?“, lässt sich jedoch auch in vielen Jahren noch nicht mit einer simplen Formel erklären. Es werden weitere Faktoren empirisch nachweisbar einen Einfluss haben. Eine Formel mit 50 bis 100 zu berücksichtigenden Faktoren bringt jedoch nicht mehr Klarheit, sondern verkompliziert tendenziell. Auch wird es tendenziell schwierig sein diese neuen Faktoren bei einer Bewertung zu eruieren. Diese Arbeit greift daher auf das altbewährte CAPM zurück. Andere Faktoren können nach der Bewertung auch im

---

<sup>281</sup> vgl. Fama/French, 1992, S. 3.

<sup>282</sup> Time-series regression.

<sup>283</sup> vgl. Fama/French, 1992, S. 53.

<sup>284</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 117.

<sup>285</sup> vgl. Cochrane, 2007, S. 239.

<sup>286</sup> vgl. Cochrane, 2007, S. 239.

<sup>287</sup> vgl. Cochrane, 2007, S. 242ff.

Preisfindungsprozess berücksichtigt werden. In der Praxis wird dies gerade bei KMU-Bewertungen oft so gemacht.

### 3. Das Risiko der Anlage j ( $\beta_j$ )

Das Beta einer Anlage ist definiert als:<sup>288</sup>

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_M)}{\sigma_M^2}$$

Das Beta entspricht einem titelspezifischen Risikofaktor, resp. dem nicht diversifizierbaren (systematischen) Risiko einer Anlage.<sup>289</sup> Es wird gemäss CAPM-Formel mit der Marktrisikoprämie multipliziert.

Es stellt sich die Frage, welchen Wertebereich das  $\beta_j$  einnehmen kann. In der Regel liegt das Beta zwischen Null und 2. Für das Beta grösser als Eins eines Investments resultieren dabei grössere Risikoprämien als das Marktportfolio, ist das Beta kleiner als Eins, ist die Risikoprämie kleiner als das Marktportfolio.<sup>290</sup> Gemäss Loderer<sup>291</sup> ist es möglich, dass Betas negative Werte annehmen; dann nämlich, wenn Anlagen negativ mit dem Marktportfolio korrelieren und deshalb dessen Risiko verringern. Loderer<sup>292</sup> erwähnt dabei, dass in der Literatur Gold so eine Anlage sein könnte, welche sich gegenüber dem Markt antizyklisch verhält.<sup>293</sup>

In der Literatur bestehen zwei Möglichkeiten, das Beta einer Anlage zu bestimmen. Entweder man nimmt historische Zeitreihen oder macht Analogieschlüsse.<sup>294</sup> Bei der ersten Variante

---

<sup>288</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 366.

<sup>289</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 58.

<sup>290</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 109.

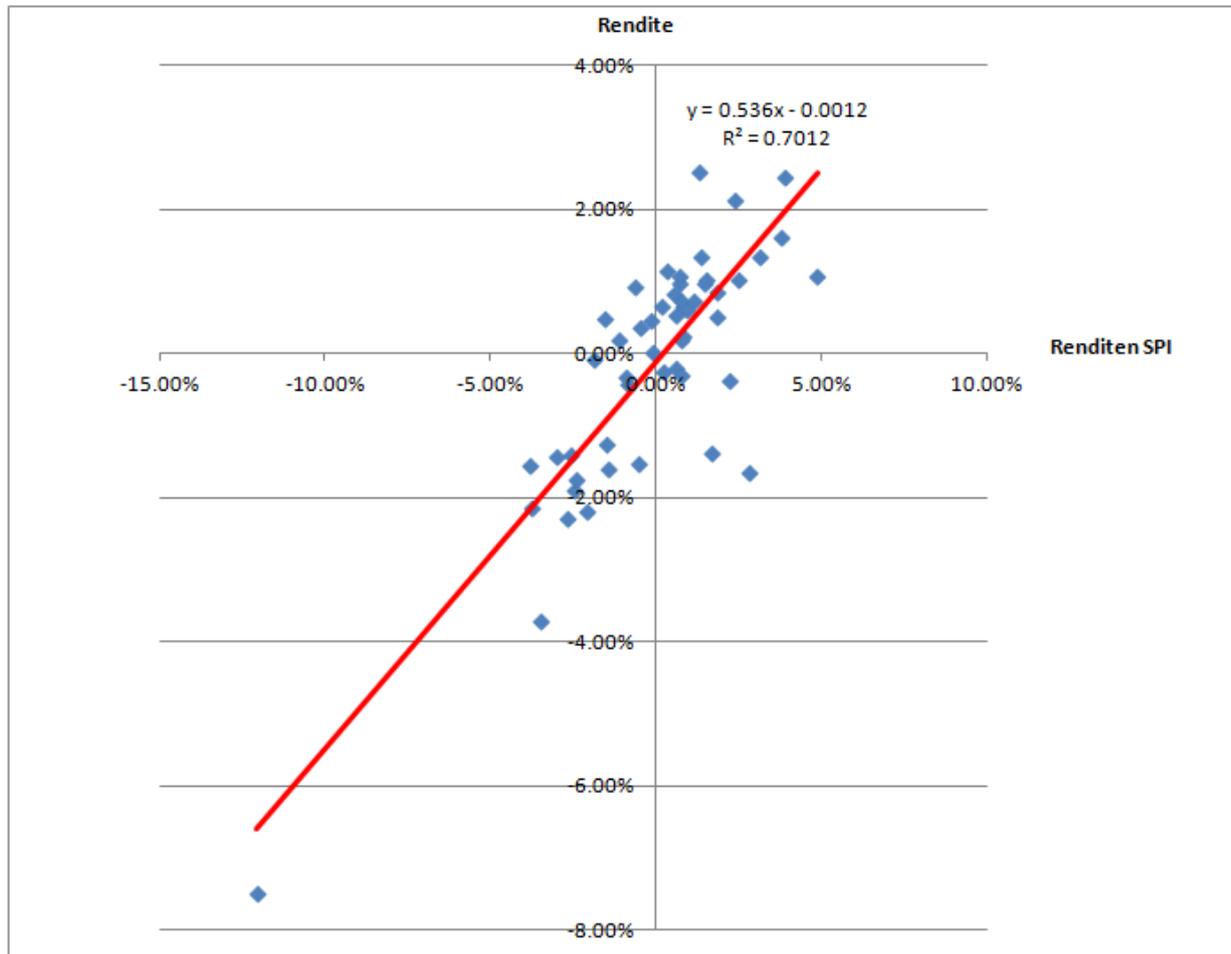
<sup>291</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 370.

<sup>292</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 370.

<sup>293</sup> Kolb (1991) widerspricht dem, da er eine Untersuchung über dieses Thema vorgenommen hat und dabei feststellte, dass das Beta von Gold nahezu bei null zu liegen kommt.

<sup>294</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 112.

werden Vergangenheitsdaten extrapoliert und es wird davon ausgegangen, dass die zukünftige Entwicklung so weiterläuft.



**Abbildung 13:** Vergleich Renditen SPI/SSCI<sup>295</sup>

Anhand der Renditen<sup>296</sup> des SSCI<sup>297</sup> und des SPI wurde das Beta des SSCI berechnet (vgl. Graphik oben). In diesem Fall beträgt das Beta des SSCI 0.536 bei einer Genauigkeit ( $R^2$ ) von rund 70%.

<sup>295</sup> Eigene Darstellung.

<sup>296</sup> Wochenrenditen SPI und SSCI vom 01.11.2010 bis 31.10.2011 (Quelle: SIX-Swiss-Exchange).

<sup>297</sup> Dies ist kein eigentliches Investment, sondern ein Portfolio. Zu illustrativen Zwecken wurde es jedoch trotzdem herangezogen.

Dies heisst, dass der SSCI, für den betrachteten Zeitraum, deutlich weniger stark schwankt als dies der SPI gemacht hat.<sup>298</sup>

Für die Bestimmung der Betas ist es gemäss Spremann<sup>299</sup> eine gute Praxis, die Wochenrenditen eines Jahres oder die Renditen zweier Jahre zu verwenden.<sup>300</sup> Es hat sich allerdings empirisch nachweisen lassen, dass historische Betas nicht stabil sind.<sup>301</sup> In der Praxis werden daher oftmals einjährige Horizonte unterstellt, da diese normalverteilt sind.<sup>302</sup>

In der Praxis bedient man sich für die Beta-Werte der von den Universitäten oder anderen Instituten zur Verfügung gestellten Informationen. Eine gute Quelle für diese sogenannten Analogieschlüsse ist die von Damodaran<sup>303</sup> auf seiner Homepage zur Verfügung gestellte Datenbank. Darin finden sich etwa Angaben zu Ländern oder Ländergruppen, jedoch auch zu verschiedenen Branchen. Gemäss neuesten Erkenntnissen (Januar 2011) sind die Betas für Dienstleistungsbranchen auszugsweise folgendermassen:<sup>304</sup>

- Werbung: zwischen 0.45 und 0.81
- Internet, Software, Computer 0.21 bis 1.63

Pauschale Aussagen über mögliche Beta-Werte lassen sich deshalb nicht vornehmen, sondern es ist das jeweilige zu untersuchende Unternehmen mit ähnlichen Unternehmen zu vergleichen. Die Schwankung der oben aufgeführten Branchen verdeutlicht, dass die eigentliche Arbeit erst danach beginnt. Werte zwischen 0.21 und 1.63 bedeuten eine extreme Streuung. Im nächsten

---

<sup>298</sup> Zur Sicherstellung, dass die Regression auch tatsächlich so angewendet werden kann, müsste mittels F-Test (Fisher-Test) der Regressionsansatz auf Signifikanz überprüft werden. Dies wurde im vorliegenden Fall nicht vorgenommen, da es sich hierbei lediglich um ein illustratives Beispiel für die Berechnung eines Betas handelt.

<sup>299</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 113.

<sup>300</sup> Hauser, 2010, S. 58 spricht davon, dass in der Praxis üblicherweise die Rendite auf Verfall (YTM) von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren verwendet wird.

<sup>301</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 113. In der Literatur werden oftmals Korrekturfaktoren eingesetzt um die Autoregression abzudecken. Blume (1975) hat einen solchen Term festgelegt um von einer Beobachtung der Vergangenheit auf die zukünftige Entwicklung zu schliessen.

<sup>302</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 118.

<sup>303</sup> Für weitere Branchen, vgl. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>

<sup>304</sup> vgl. Damodaran, 2011. Excel-Data Set Europe. Anzumerken ist an dieser Stelle, dass für Treuhandunternehmen im Speziellen keine Beta-Werte zur Verfügung gestellt werden.

Schritt müsste nun sukzessive herausgefunden werden, in welchem Bereich das Unternehmen innerhalb der Bandbreite anzusiedeln wäre.

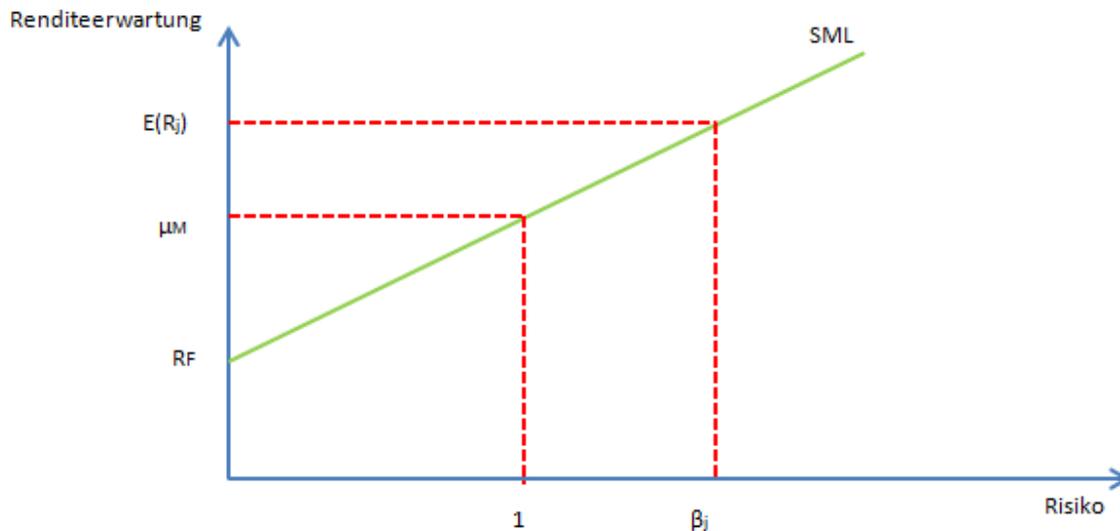
Die Rendite einer Anlage hängt in der Realität auch oft vom Verschuldungsgrad und der Risikobereitschaft eines Unternehmens ab. Mit einer höheren Verschuldung erreicht man in der Regel zum eingesetzten Kapital höhere Renditen. Damit einher geht allerdings auch eine Erhöhung des Risikos, da das Ausfallrisiko (z.B. Konkurs) ansteigt. Für das Beta ergibt sich nachfolgende Formel:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_K}{\left(\frac{EK}{GK}\right)} = \beta_K * \left(1 + \frac{FK}{EK}\right)$$

Wie man aus der Formel deutlich erkennen kann, steigt mit zunehmendem Fremdkapital auch das Risiko der Anlage.

#### **4. Zusammenfassung CAPM**

Die theoretischen Überlegungen aus dem ersten Teil und das Beispiel der Berechnung des Betas können nun zusammengeführt werden. Die Renditeerwartung eines Instruments verläuft gemäss CAPM auf der Security Market Line (vgl. Graphik).



**Abbildung 14:** Renditeerwartung/Risiko und Security Market Line

Anhand des bereits weiter oben beschriebenen Beispiels<sup>305</sup> soll das CAPM erläutert werden.

Folgende Annahmen werden gemacht:

- Erwartete Rendite SPI = 8%
- Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe: 1%

Damit ergibt sich gemäss CAPM folgende Ausgangslage:

$$E(R_j) = R_F + (\mu_M - R_F) * \beta_j$$

$$= 1\% + (8\% - 1\%) * 0.54$$

$$= 4.8\%$$

Die geforderte Eigenkapitalrendite des Portfolios liegt damit bei 4.8%.

Spremann<sup>306</sup> stellt beim CAPM klar, dass dieses lediglich Erwartungswerte von Renditen erklärt, jedoch keinesfalls die Rendite des nächsten Jahres widerspiegelt. Der Erwartungswert ist derjenige Wert, welcher über die lange Frist erwartet werden kann. Kurzfristig können jedoch auch Werte am linken oder rechten Rand der Glockenkurve möglich sein. Die Diskussion um das

<sup>305</sup> Rendite SSCI, Rendite SPI.

<sup>306</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 111.

CAPM ist kontrovers. Jedoch gibt es kein generell besseres Modell, um den Zusammenhang zwischen Renditeerwartung und Risiko zu quantifizieren.<sup>307</sup> Andere Modelle wie beispielsweise APT<sup>308</sup>, Gewinnrenditen-Ansatz oder einstufiges Dividend Discount Modell (DDM) vermögen sich in der Praxis bei der Bewertung von kleinen Unternehmen nicht durchzusetzen. Bei der APT ist die Datenerhebung sehr aufwendig, da verschiedene zusätzliche Faktoren die Renditeerwartung zu erklären versuchen.

Wie weiter oben bereits ausgeführt, ist bei der Bewertung immer zu differenzieren, ob man sich in der Entity- oder Equity-Basis befindet. Beim CAPM handelt es sich um die Eigenkapitalkosten, weshalb die Bewertung auf den Netto-Unternehmenswert (Reinvermögen) abzielt. Der Diskontsatz wird deshalb mittels WACC berechnet.<sup>309</sup>

Gemäss Zimmermann<sup>310</sup> findet in der Literatur eine rege Auseinandersetzung mit dem Thema „Bewertungsanomalien“ statt. Empirisch konnten verschiedene Faktoren – gegenüber dem CAPM unterschiedliche und nicht vereinbare Konzepte – nachgewiesen werden, wie bspw.:<sup>311</sup>

- Marktkapitalisierung (Banz, 1981)
- Price/Earnings-Ratios (Basu, 1977)
- Dividend Yield (Keim, 1985)

Fama/French (1992/1995) und Damodaran (1994) setzten sich vermehrt mit der Bewertungsrelevanz von Fundamentaldaten auseinander.<sup>312</sup> Mitunter ist es ihren Bestrebungen zu verdanken, dass sich in der Praxis neben dem CAPM auch Risiko-Komponenten-Ansätze durchsetzen können.

---

<sup>307</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 120.

<sup>308</sup> Arbitrage Pricing Theory.

<sup>309</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 65.

<sup>310</sup> vgl. Zimmermann, 1996, S. 148.

<sup>311</sup> vgl. Zimmermann, 1996, S. 148.

<sup>312</sup> vgl. Zimmermann, 1996, S. 148.

#### 4.6.3.2.1.3 Einfluss von Steuern, latente Steuern

Obwohl beispielsweise in der Schweiz der Verkauf einer Kapitalgesellschaft an eine andere Person grösstenteils steuerfrei ist (Kapitalgewinn auf Beteiligungen im Privatvermögen unterliegen keiner Gewinnsteuer), muss den Steuern ein separates Kapitel gewidmet werden, da die Steuern das ausschüttbare Substrat reduzieren.

Die Steuern haben ebenfalls einen Einfluss auf die Berechnung des WACC's, da dort das Tax Shield berücksichtigt werden muss. Die Formel um den WACC wird bei den Fremdkapitalkosten um den Term  $(1-s)$  erweitert.

Gemäss Spremann<sup>313</sup> bestehen drei Varianten, um die Steuern zu berücksichtigen – der APV-Ansatz<sup>314</sup>, die Aufstellung der Cash Flows den Tatsachen entsprechend und die Diskontierung mittels Miles-Ezzel-Cost-of-Capital (MECC<sup>315</sup>). Hierbei wird auf die Spezialliteratur und die Ausführungen im separaten Kapitel 4.6.2 bezüglich verschuldeter und unverschuldeter Unternehmung und den damit zusammenhängenden Umrechnungsformeln verwiesen.<sup>316</sup>

Die sogenannten latenten Steuern haben in Schweizer Gesellschaften eine sehr wichtige Bedeutung, da bereits das Gesetz die Bildung von stillen Reserven explizit zulässt.

Wie bereits erwähnt, werden die Bilanzen der Unternehmen in einem ersten Schritt bereinigt. Diese Bereinigung erfolgt einerseits auf Basis der aktuellen Werte, andererseits ist jedoch die latente Steuerlast auf diesen Mehrwerten zu berücksichtigen. Wurden die Ergebnisse beispielsweise in früheren Jahren durch Überabschreibungen schlechter dargestellt als sie tatsächlich waren, ist diesem Umstand in zukünftigen Jahren Rechnung zu tragen, wenn z.B. ein Verkauf eines Vermögenswertes zum Marktwert vorgenommen wird. Sofern darauf stille Reserven vorhanden sind, müssen diese in einem späteren Zeitpunkt (beim Verkauf) versteuert werden.

---

<sup>313</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 203.

<sup>314</sup> vgl. Myers, 1974.

<sup>315</sup> vgl. dazu auch Miles/Ezzell, 1980.

<sup>316</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 203ff.

Gemäss Hauser<sup>317</sup> werden in der Praxis die stillen Reserven häufig mit dem halben Gewinnsteuersatz ermittelt (Pauschalsteuer-Ansatz), da der Zeitwert des Geldes und die damit zusammenhängende erst spätere Realisierung der stillen Reserven einen Zinsvorteil darstellen. Die pauschale Verwendung des hälftigen Satzes ist dabei als adäquate Annäherung passend. Bei nicht betriebsnotwendigem Vermögen werden die latenten Steuern jedoch häufig mit dem vollen Gewinnsteuersatz versehen.<sup>318</sup> Der Grund liegt darin, dass diese stillen Reserven durch Massnahmen direkt nach dem Verkauf realisiert werden könnten.

#### 4.6.3.2.1.4 Residualwert<sup>319</sup>

Der Residualwert spielt in der Bewertung von Unternehmen eine entscheidende Rolle. Zwar werden in aller Regel fünf Geschäftsjahre vorausprognostiziert, doch entstehen je nach Annahme und benutzter Parameter sehr hohe Residualwerte. Der Residualwert hängt im Wesentlichen vom Cash Flow im letzten Analysejahr, dem  $WACC_S$ <sup>320</sup> und der Wachstumsannahme ( $g$ ) zusammen. Dabei ist zu beachten, dass für die Bewertung der richtige Prognosehorizont ausgewählt wird. Nimmt man beispielsweise einen Prognosehorizont, worin die letzte Periode einen negativen Cash Flow erzielt, kann dies zu falschen Bewertungsschlüssen führen.<sup>321</sup> Ein ausserordentlich<sup>322</sup> schlechtes Jahr sollte deshalb nie zur Bestimmung eines Residualwertes herangezogen werden.

---

<sup>317</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 35.

<sup>318</sup> vgl. Hauser, 2010.

<sup>319</sup> Der Residualwert entspricht dem letzten Term der Formel zur DCF-Bewertung. In der Regel werden einige Perioden abdiskontiert und mit der letzten Periode dann der Residualwert berechnet.

<sup>320</sup> Steueradjustierter durchschnittlicher Kapitalkostensatz.

<sup>321</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 622.

<sup>322</sup> Man geht davon aus, dass spezielle Effekte zu diesen Ergebnissen geführt haben, welche in den Folgejahren nicht mehr erwartet werden.

Rechnet man mit einem zukünftigen Wachstum, ist auch das prognostizierte Wachstum ( $g$ ) massgebend. Gemäss Volkart<sup>323</sup> ist allerdings mit Wachstumswerten vorsichtig umzugehen, da sich deren Hebelwirkung auf den Residualwert dermassen auswirkt, dass praktisch alle von einem Verkäufer gewünschten Unternehmenswerte erreicht werden können. Die Wachstumsrate hängt in der Realität stark davon ab, wieviel investiert wird und wurde und welche Rendite diese Investitionen abwerfen.<sup>324</sup> Es wäre deshalb nicht zielführend, ein Wachstum anzunehmen ohne entsprechende Investitionen getätigt zu haben. Denn nur diese Investitionen gewährleisten ein zukünftiges Wachstum (z.B. werden eine grössere Produktionshalle, mehr Maschinen, mehr Vertreterautos etc. benötigt). Gemäss Volkart<sup>325</sup> ist die Verwendung einer moderaten Wachstumsrate von bspw. 1.5% möglich, da sich dies mit der in Zukunft zu erwartenden Inflationsrate etwa deckt. Rappaport<sup>326</sup> unterstellt beim Shareholder Value Ansatz jedoch den Grundsatz, dass Wachstum nicht ein Ziel, sondern eine Konsequenz der Entscheide zur Steigerung des Shareholder Values sein muss. Aus diesem Grund ist davon auszugehen, dass Wachstum in Unternehmen eigentlich anzunehmen wäre. Ob dies auch für KMU-Dienstleister zutrifft, lässt sich empirisch nicht nachvollziehen. Die Annahmen mit der Inflation dürften jedoch auch dort gehalten werden.

Der Residualwert stellt wegen der beschriebenen Thematik einen grossen Einflussfaktor für die Bewertung dar. Anhand eines Beispiels mit Diskontsatz 10%, Wachstumsrate 1.5% und FCF's von Jahr 1 bis Jahr 5 zwischen 110 und 190<sup>327</sup> ergibt sich folgendes Bild für den Residualwert.

---

<sup>323</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 315.

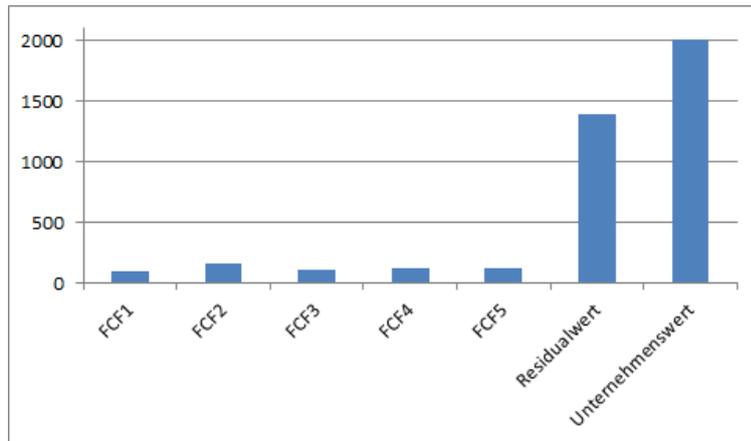
<sup>324</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 622.

<sup>325</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 315.

<sup>326</sup> vgl. Rappaport, 1986.

<sup>327</sup>  $FCF_1 = 110, FCF_2 = 200, FCF_3 = 150, FCF_4 = 180, FCF_5 = 190, r = 10\%, g = 1.5\%$ .

---



**Abbildung 15:** Bedeutung des Residualwertes<sup>328</sup>

Der Residualwert macht in dieser Berechnung rund 70% des Wertes des Unternehmens aus.

Wie veranschaulicht, ist der Einfluss des Residualwertes immens. Wenn man bedenkt, dass hierbei ein geschätzter Cash Flow in fünf Jahren massgeblich verantwortlich zeichnet, muss dieser Wert äusserst kritisch analysiert werden. Aus diesem Grund kann beispielsweise ein weiterer zusätzlicher Prognosehorizont<sup>329</sup> eingefügt werden. Die ersten 5 Jahre bleiben gemäss Businessplan. Danach wird für die nächste Periode von 5 Jahren eine annäherungsweise Schätzung vorgenommen, da dafür Anzeichen im Geschäft vorhanden sein können. Für die letzte Periode über 10 Jahren wird dann ein Nullwachstum angenommen.<sup>330</sup>

#### 4.6.3.2.1.5 Würdigung und Fehlerquellen in der DCF-Methode

Wie bereits weiter oben erwähnt, wird die DCF-Methode in vielen Literaturquellen<sup>331</sup> als Best Practice und als fundamentaler Bewertungsansatz angesehen. Sie ist durch Ihre Flexibilität und Ausrichtung auf Zahlungsströme sehr geeignet, in Bewertungen von

<sup>328</sup> Eigene Darstellung.

<sup>329</sup> Bisher wurde davon ausgegangen, dass ein Horizont von 3-5 Jahren gewählt wird und die Jahre danach mit dem Residualwert dargestellt werden. Neu soll eine weitere Zwischenperiode eingefügt werden, welche zwar nicht mehr so eindeutig voraussehbar ist, jedoch trotzdem eine genauere Bestimmung als im Residualwert ergibt.

<sup>330</sup> vgl. dazu Volkart, 2011, S. 316.

<sup>331</sup> vgl. Spreemann, 2005, S. 156; Loderer, 2005, S. 643; Volkart, 2011, S. 312.

Dienstleistungsunternehmen angewendet zu werden. Ein Nachteil der DCF-Methode<sup>332</sup> ist jedoch die relativ komplexe Berechnung und die schwierige Prognose der zukünftigen Entwicklungen. Auch hat der Residualwert in der Regel einen sehr hohen Stellenwert; nur geringfügige Änderungen an den Parametern der Bewertung können zu einem erheblich anderen Ergebnis führen. Der Cash Flow im letzten Jahr, welcher unrealistisch hoch angesetzt wird oder eine zu günstige Wachstumsrate, haben bei der Bewertung einen entscheidenden Einfluss.<sup>333</sup> Bei negativen FCF kann die DCF-Methode nur bedingt angewendet werden.<sup>334</sup>

Gerade bei der Berechnung des Unternehmenswertes wird in der Literatur vorgeschlagen, dass eine einfache Ertragswertschätzung herangezogen werden soll, um den DCF-Wert zu plausibilisieren.<sup>335</sup> Damit sollen mögliche Fehlerquellen innerhalb der Bewertung aufgedeckt werden. Auch sollen Inkonsistenzen in der DCF-Bewertung frühzeitig erkannt werden. So wird z.B. die Kombination eines Lagerabbaus mit gleichzeitigem Umsatzwachstum in den seltensten Fällen möglich sein.<sup>336</sup>

#### **4.6.3.2.2 Reine Ertragswertmethoden**

Die Ertragswertmethode zählt in der Bewertung der KMU's neben der Substanzwertmethode zu den am meisten angewendeten Ansätzen. Zwar werden oftmals auch DCF-Methoden verwendet, doch ist bei den DCF-Methoden fast immer eine Ertragswertberechnung mit dabei. Bei der Bewertung mittels Ertragswertmethode wird angenommen, dass die Aktiven eines Unternehmens eine konstante „ewige“ Rente von nachhaltig erzielbaren Reingewinnen generieren.<sup>337</sup> Deshalb wird auch dieser nachhaltige Reingewinn mit dem Diskontsatz abdiskontiert. Die Formel lautet dabei:

---

<sup>332</sup> In Anlehnung an Hauser, 2010, S. 99.

<sup>333</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 332.

<sup>334</sup> vgl. Hauser, 2010, S.99.

<sup>335</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 331.

<sup>336</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 331.

<sup>337</sup> vgl. Boemle/Stolz (2002), zitiert in Loderer, 2005. S. 731.

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{Zukünftiger Ertrag}}{\text{Diskontsatz}}$$

Viele der im vorherigen Kapitel über Discounted Cash Flow aufgegriffenen Punkte<sup>338</sup> sind auch für die Bewertung mittels Ertragswertmethode anzuwenden.

Ausgehend vom künftig konstanten, nachhaltig bereinigten Reingewinn wird ein Unternehmenswert generiert. Dabei werden zwei Verfahren in der Praxis angewendet.<sup>339</sup> Einerseits wird für die Bestimmung des künftigen Reingewinns der Durchschnitt der bereinigten Jahresgewinne der vergangenen Perioden betrachtet. Andererseits können jedoch auch detaillierte Prognosen für künftige Reingewinne vorgenommen werden. Dabei ist einerseits stets zu beachten, dass vergangene Ergebnisse nicht zwangsweise auch in die Zukunft extrapoliert werden können. Die zukünftige Ertragslage ist andererseits jedoch auf ihre Konsistenz mit der Vergangenheit zu überprüfen. Genauso ist wichtig, dass keine Hockey-Stick-Effekte<sup>340</sup> für zukünftige Entwicklungen entstehen, wenn zu stark auf die rosige Zukunft des Unternehmens abgestellt wird.

In der Praxis oft anzutreffen sind Ansätze, welche auf einer Modifikation der Ertragswert-Methode beruhen. Dabei werden die Planungsperioden in verschiedene Wachstumsraten unterteilt (sog. Mehrphasen-Modell).<sup>341</sup> Üblicherweise ist eine Unternehmensentwicklung ungenauer, je weiter man in die Zukunft schaut. Die nahe in der Zukunft liegenden Jahre sind mit höherer Sicherheit zu prognostizieren.<sup>342</sup> Deshalb wird in einer ersten Phase mit vorausprognostizierten Raten gerechnet. Für eine weitere Phase könnte beispielsweise ein Wachstum prognostiziert werden. Für die letzte Phase ist dann wieder von einem eher

---

<sup>338</sup> z.B. Diskontfaktor, Bereinigung der Zahlen etc.

<sup>339</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 74.

<sup>340</sup> Auch bekannt unter J-Curve-Effect.

<sup>341</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 76.

<sup>342</sup> Gerade in Zeiten mit starken externen Effekten (Währungszerfall, Wirtschaftskrisen etc.) kann das effektive Ergebnis schlussendlich stark von der getroffenen Annahme abweichen.

zurückhaltenden Wachstum resp. Nullwachstum auszugehen.<sup>343</sup> Gemäss Hauser<sup>344</sup> werden dabei für die erste und zweite Phase je 3-5 Jahre prognostiziert.

Die Ertragswertmethode wird in der Literatur als intuitiv verständlich und einfach betrachtet und findet deshalb insbesondere bei KMU's immer wieder Anwendung.<sup>345</sup> Folgende Nachteile müssen allerdings berücksichtigt werden:<sup>346</sup>

- der Gewinn ist manipulierbar
- Die Prognose zukünftiger Gewinne ist schwer
- konstanter Gewinn ist eine unrealistische Annahme
- Gewinn ist ungleich der effektiven Ausschüttung an die Aktionäre

Die Ergebnisse der Ertragswertmethode und der DCF-Methode müssten eigentlich dieselben Werte liefern. Eine Erklärung, weshalb dies in der Praxis nie der Fall sein wird, liefert Loderer:<sup>347</sup>

- die Abschreibungen entsprechen nicht unbedingt den Investitionsauslagen
- der Kapitalisierungsfaktor für die Ertragswertmethode ist nicht klar definiert und richtet sich in der Praxis häufig an pauschale Risiko-Komponenten-Ansätze
- das Zahlenmaterial in der Erfolgsrechnung wird durch Rechnungslegungsstandards stark beeinflusst.

Bei KMU-Unternehmen im Dienstleistungssektor gleichen sich tendenziell die Abschreibungen im Zeitverlauf aus. Deshalb ist mit durchschnittlichen Abschreibungen zu kalkulieren. Das Zahlenmaterial ist aufgrund der Grösse des Unternehmens weitestgehend überblickbar, sodass die Einflüsse der Rechnungslegung mit dem Überblick über das Geschäft ebenfalls korrigiert werden können. Wo hingegen auch in der Bewertung von KMU's im Dienstleistungssektor

---

<sup>343</sup> Vgl. dazu auch Ausführungen zum Residualwert im Kapitel DCF-Methode.

<sup>344</sup> Vgl. Hauser, 2010, S. 77.

<sup>345</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 77.

<sup>346</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 77.

<sup>347</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 732f.

Probleme entstehen, ist bei der Festlegung des Diskontfaktors. Hier stützt man sich in der Regel auf Risiko-Komponenten-Ansätze, welche bereits in den vorherigen Kapiteln<sup>348</sup> vorgestellt wurden.

#### 4.6.3.2.3 Dividend Discount Modell/Dividend Growth Modell

Das Dividend Discount Modell (DDM) stützt sich lediglich auf die Dividendenpolitik eines Unternehmens. Dividenden seien, so sagt man, die einzig wahre Aussage über die Erträge für die Eigenkapitalgeber. Darunter werden sämtliche Ausschüttungen eines Unternehmens an die Aktionäre verstanden.<sup>349</sup> Wird mit wachsenden Dividendenströmen gerechnet, wird das Dividend Growth Modell angewendet. Beim Dividend Discount Modell werden die Dividendenströme der Zukunft abdiskontiert. Daraus wird der Wert eines Unternehmens abgeleitet. Die Formeln für das Dividend Discount Modell resp. Dividend Growth Modell lauten:

$$S_0(DDM) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_{EK})^t}$$

$$S_0(DGM) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1 * (1+g)^{t-1}}{(1+k_{EK})^t} = \frac{D_1}{(k_{EK} - g)}$$

$D_1$  entspricht dabei der im nächsten Jahr zu erwartenden Dividende,  $k_{EK}$  der risikogerechten Renditeforderung bzw. –erwartung der Aktionäre und  $g$  der jährlich gleichbleibenden Wachstumsrate.<sup>350</sup>

Eine Bewertung anhand von Dividenden erinnert gemäss Spremann<sup>351</sup> jedoch zu sehr an das Aktionärsinteresse und gerade bei Umstrukturierungen versteht niemand, dass die möglichen

<sup>348</sup> vgl. 4.6.3.2.1.2.2

<sup>349</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 737.

<sup>350</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 511.

<sup>351</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 159.

Massnahmen anhand der Dividenden beurteilt werden sollen. Nichtsdestotrotz lässt sich aus Sicht eines Investors festhalten, dass nur „Bares Wahres“ ist. Gerade bei KMU's im Dienstleistungssektor ist die Dividendenpolitik stark von der Einkommenssituation des Unternehmers abhängig. Dividenden können nur aus dem laufenden Gewinn, dem Gewinnvortrag oder offenen Reserven ausbezahlt werden. In der Regel wird nur der laufende Gewinn ausgeschüttet, welcher massgeblich vom Lohn des Inhabers im Personalaufwand beeinflusst wird. Da bei KMU-Dienstleistern mehrheitlich Fragen der Vorsorge, der Nachfolgefähigkeit eines Unternehmens oder die steuerlich günstigste Variante im Vordergrund stehen, ist die Anwendung des DDM nicht zielführend. An dieser Stelle wird zudem auch auf die Debatte bezüglich der Irrelevanz von Dividendenausschüttungen<sup>352</sup> und der Kritik an der Irrelevanz-These<sup>353</sup> aufmerksam gemacht.

#### **4.6.3.3 Marktvergleichsmethoden - Multiples**

Als Teil der Marktvergleichsmethoden wird für Bewertungen oft Multiples verwendet. Dabei zieht man Vergleichsunternehmen in derselben Industrie oder einer Industrie mit gleichen ökonomischen Variablen heran, um an Parameter für die Bewertung zu gelangen.<sup>354</sup> Es sollen Unternehmen mit folgenden Kriterien gefunden werden<sup>355</sup>:

- Vergleichbarkeit der Unternehmenstätigkeit in Bezug auf qualitative und quantitative Merkmale
- Überprüfbarkeit der Daten der verschiedenen vergleichbaren Unternehmen
- Prüfung, ob der Preis der Vergleichstransaktion „at arm's length“ festgelegt wurde.

---

<sup>352</sup> vgl. Modigliani/Miller, 1958.

<sup>353</sup> vgl. u.a. Spremann, 2005, S. 141.

<sup>354</sup> vgl. International Valuation Standard (IVS 301.01).

<sup>355</sup> vgl. International Valuation Standard (IVS 301.01).

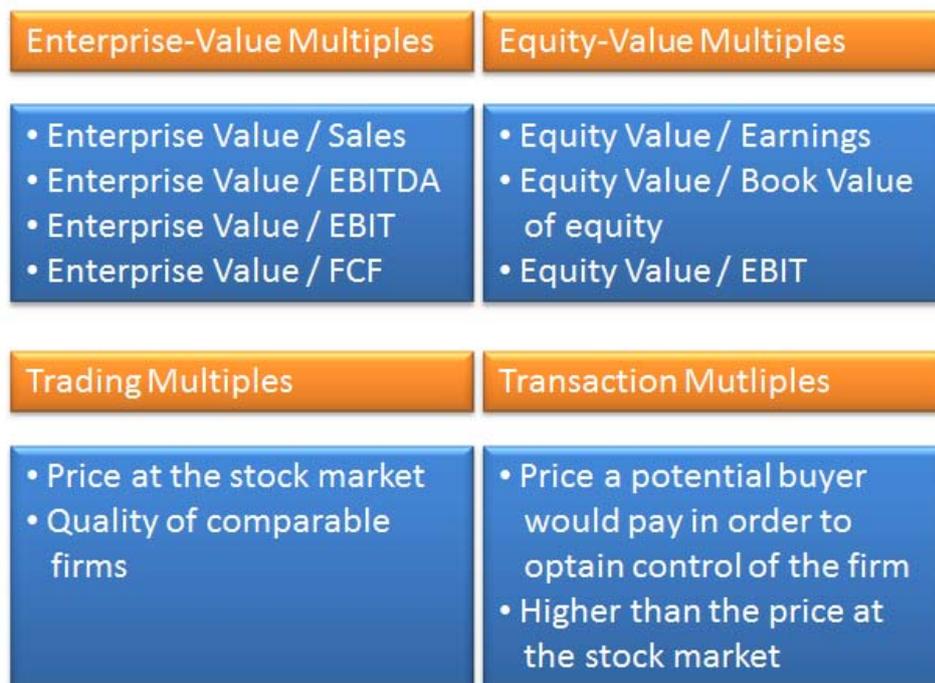
Nachdem passende Unternehmen gefunden worden sind, müssen als nächster Schritt geeignete Bewertungskennzahlen eruiert werden. Üblicherweise werden Kennzahlen genommen, die den Preis mit einer Bezugsgrösse, wie z.B. Gewinn, Nettoaktiven etc., in Relation setzen. Folgende Punkte sollten bei der Festlegung von Kennzahlen beachtet werden:<sup>356</sup>

- Die Kennzahl muss aussagekräftige Informationen über den Wert des Unternehmens geben.
- Es müssen Anpassungen vorgenommen werden, um die ähnlichen Unternehmen vergleichbarer zu machen. Beispiele solcher Anpassungen sind u.a. unübliche, nicht wiederkehrende, nicht operative Tätigkeiten und Unterschiede in Risiko und Erwartungen.
- Anpassungen können nötig sein, wenn Unterschiede in der Kapitalstruktur, Kontrollunterschiede, Mangel an Kontrolle oder Marktfähigkeit bestehen.

In der Praxis trifft man folgende Multiples an.

---

<sup>356</sup> vgl. International Valuation Standard (IVS 301.01).



**Abbildung 16:** Multiples, welche in der Praxis eingesetzt werden<sup>357</sup>

In der Regel werden die vergleichbaren Transaktionen mit den Bezugsgrößen EBIT oder EBITDA verglichen.<sup>358</sup> Darauf haben sich bereits diverse Unternehmen und Personen spezialisiert und bieten Tabellen für Multiples an.<sup>359</sup> Bei beratenden Dienstleistungen im KMU-Bereich<sup>360</sup> werden EBIT-Multiples von 5.7 bis 7.4 oder Umsatz-Multiples von 0.57 bis 0.94 vorgeschlagen.<sup>361</sup>

In der Praxis stellt sich jedoch immer wieder heraus, dass die Anwendung der Multiplikatormodelle v.a. an den mangelnden Vergleichsunternehmen scheitert. Hauptschwierigkeiten bei der Auswahl von Vergleichsunternehmen (sog. Peer Groups) sind gemäss Kappler<sup>362</sup> folgende Faktoren:

- Branchenzugehörigkeit
- Geographische Verbreitung bzw. Absatzmärkte

<sup>357</sup> In Anlehnung an Gantenbein, 2006, S. 23.

<sup>358</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 328.

<sup>359</sup> vgl. bspw. [www.finance-research.de/pdf/Multiples.pdf](http://www.finance-research.de/pdf/Multiples.pdf)

<sup>360</sup> Hier wird ein Umsatz < 50 Mio. Euro als KMU betrachtet.

<sup>361</sup> vgl. [www.Finance-Research.de](http://www.Finance-Research.de)

<sup>362</sup> vgl. Kappler, 2005, S. 275.

- Grösse des Unternehmens
- Phase des Lebenszyklus
- Produktsortiment
- Image und Marktposition
- Rentabilität und Margen
- Umsatz-, Kosten- und Ergebnisentwicklung
- Marktliquidität der Aktien
- Vermögens- und Kapitalstruktur
- Aktionärsstruktur

Deshalb werden diese Methoden oftmals nur als mögliche Plausibilitätschecks angewendet. Auch ist die Anwendung von Marktvergleichsmethoden in der Praxis auf grössere Firmentransaktionen beschränkt, da für die Anwendung vergleichbare Transaktionen derselben Branche oder Aktienkurse notwendig sind.<sup>363</sup> Diese zu finden ist im KMU-Bereich praktisch unmöglich.

Gerade bei kleineren KMU's findet sich in der Praxis oftmals eine Mehrzahl von Personen, welche die Bewertung anhand von pauschalen Wertzuschlägen berechnen.<sup>364</sup> Aussagen wie: „Die Gesellschaft ist etwa das acht- (oder zehnfache) vom Gewinn“, „Umsatz mal fünf“ oder „six to eight times EBITDA is reasonable“<sup>365</sup> werden oft angetroffen und halten sich teilweise sehr hartnäckig. Diesen Methoden ist aus akademischer Sicht nichts abzugewinnen, obwohl die Verfahren teilweise zu praktisch denselben Werten führen können. Sie sind den Marktvergleichsmethoden jedoch sehr ähnlich, da diese Werte aus vergangenen Bewertungen herrühren.

Wie dargestellt, sind die Comparable Transactions, woraus die Multiples gebildet werden, in der Praxis häufig bei grossen Unternehmenstransaktionen anzutreffen. In KMU's sind sie relativ

---

<sup>363</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 328.

<sup>364</sup> vgl. dazu u.a. Achleitner/Nathusius, 2004, S. 183ff.

<sup>365</sup> vgl. J.L. Pierson & Co. LLC, 2000.

wenig verbreitet, da hier die entsprechenden vergleichbaren Transaktionen zumeist fehlen. Interessant bei der Methode ist, dass nicht auf die betrieblichen Vermögenswerte oder auf den zukünftigen Erfolg resp. Cash Flow abgestellt wird, sondern tatsächliche Transaktionen aus der Praxis herangezogen werden.<sup>366</sup> Für die Plausibilität einer Bewertung bildet diese Methode deshalb allemal einen guten Indikator, sofern vergleichbare Transaktionen gefunden werden können.

#### **4.6.4 Besondere Bewertungsansätze**

##### **4.6.4.1 Kombinierte Methoden**

Zusätzlich zu den bisher diskutierten Bewertungsmethoden wurden auch in Deutschland und in der Schweiz spezifische Bewertungsmethoden definiert. Die „Mittelwertmethode“ (auch bekannt unter „Berliner Methode“) wurde durch Schmalenbach<sup>367</sup> erfunden und kalkuliert einen gewichteten Durchschnittswert. Diese Methode differenziert zwischen zwei Situationen – wenn der Ertragswert grösser oder kleiner als der Substanzwert ist. Die Formel findet sich in nachfolgender Graphik wieder. Eine andere in Deutschland sehr bekannte Methode ist die Stuttgarter Methode.<sup>368</sup>

Die Schweizer Methode ist in ihrer Ausgestaltung sehr ähnlich wie die Berliner Methode.<sup>369</sup> Die einzige Differenz liegt darin, dass der Ertragswert höher als der Substanzwert gewichtet wird.

---

<sup>366</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 332.

<sup>367</sup> vgl. Schmalenbach, 1921.

<sup>368</sup> Ein Beispiel einer Berechnung anhand der Stuttgarter Methode findet sich in Anhang XI.

<sup>369</sup> vgl. Helbling, 1991, S. 113.

	$E_0 > S_0$	$E_0 < S_0$
„Mittelwert“- Methode / Berliner	$W_0 = \frac{E_0 + S_0}{2}$	$E_0$
Stuttgarter Methode	$W_0 = 0.68 * (V + 5 * E)$ $E = 100 (3 E_{T-1} + 2 E_{T-2} + E_{T-3}) / (6 NK)$	$W_0 = 0.68 * (V + 5 * E)$ $E = 100 (3 E_{T-1} + 2 E_{T-2} + E_{T-3}) / (6 NK)$
Schweizer Methode	$W_0 = \frac{2E_0 + S_0}{3}$	$W_0 = \frac{2E_0 + S_0}{3}$

**Tabelle 4:** Berliner Methode, Stuttgarter Methode und Schweizer Methode<sup>370</sup>

Kritiker<sup>371</sup> beurteilen diese Methoden als problematisch, da wichtige Grundinformationen „eingeebnet“ werden. In einer Bewertung ist nicht nur das Ziel entscheidend, sondern auch der Weg zum Ziel und v.a. die Interpretation dieses Weges. So etwa laufen Entscheidungsträger Gefahr, verschiedene Informationen (z.B. Branche, Grösse) zu übersehen.<sup>372</sup> Auch besteht das Risiko, dass die verschiedenen Ansätze falsch gewichtet werden.<sup>373</sup>

Andere mögliche Bewertungsmethoden sind z.B. EVA<sup>374</sup> oder eine Bewertung basierend auf dem intellektuellen Kapital.<sup>375</sup> Diese beiden Ansätze berücksichtigen sehr viel mehr Faktoren und Variablen für die Kalkulation des Wertes. Dies erscheint speziell für Dienstleistungsunternehmen adäquat zu sein, da diese eine Tendenz zur Komplexität aufweisen. Da jedoch beide Ansätze vielschichtig sind, müssen grosse Anstrengung gemacht werden, weshalb sie in der Bewertung von KMU-Unternehmen wenig eingesetzt werden.<sup>376</sup> Trotzdem soll nachfolgend der EVA Ansatz in kurzen Zügen erläutert werden.

<sup>370</sup> Eigene Darstellung.

<sup>371</sup> vgl. u.a. Volkart, 2011, S. 319; Loderer, 2005, S. 734.

<sup>372</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 319.

<sup>373</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 734.

<sup>374</sup> vgl. z.B. Stern/Shiely, 2001.

<sup>375</sup> vgl. Sveiby, 2001. Vgl. die verschiedenen Bewertungsmethoden von immateriellen Vermögen in „Anhang IV: Bewertungsmethoden von immateriellen Anlagen“. Ebenfalls ein sehr verbreitetes Bewertungsverfahren ist der Skandia Navigator, welcher ein spezifisches Bewertungsinstrument für immaterielles Vermögen darstellt. Vgl. dazu [http://www.12manage.com/methods\\_skandianavigator.html](http://www.12manage.com/methods_skandianavigator.html).

<sup>376</sup> Wie die Interviews aufzeigten (vgl. Kapitel 5), werden diese in der Schweiz nur sehr selten angewendet.

#### 4.6.4.2 Economic Value Added

Die Methode des EVAs ist innerhalb der Bewertungspraxis relativ neu, da sie erst in den 90-er Jahren publiziert wurde.<sup>377</sup> Das Beratungsunternehmen Stern, Stewart & Co. hat den Ansatz entwickelt resp. G.B. Stern<sup>378</sup> hat ihn im Jahr 1991 im Buch „The Quest for Value“ veröffentlicht. Die Methode des EVA's beruht auf der Kapitalisierung des zusätzlichen ökonomischen Wertes, welchen ein Unternehmen kreiert hat.<sup>379</sup> Das Ziel der Entwickler war die Idee des Übergewinnverfahrens mit der DCF-Methode zu verbinden.<sup>380</sup> Die EVA-Bewertung hat ihren Ursprung in der Bewertung des Managements und v.a. dessen Leistung. Das Verfahren ist zudem sehr ähnlich zum Übergewinnverfahren<sup>381</sup>, welches jedoch auf der Equity-Basis (und nicht wie beim EVA auf Entity-Basis) basiert.<sup>382</sup>

Der EVA berechnet sich folgendermassen:

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_S * IC_t)$$

Woraus sich für den Netto-Unternehmenswert folgende Formel ergibt.

$$\text{Unternehmenswert}(\text{netto}) = IC_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC_S)^t} + RV - FK$$

Wobei für den Residualwert (RV) gilt:

$$RV = \frac{NOPAT_{T+1} - (WACC_S * IC_T)}{WACC_S * (1 + WACC_S)^T}$$

<sup>377</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 100.

<sup>378</sup> vgl. Stern, 1991.

<sup>379</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 716.

<sup>380</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 321.

<sup>381</sup> Auf dieses Verfahren wird in dieser Arbeit nicht eingegangen. Es wird auf die Spezialliteratur verwiesen (vgl. u.a. Loderer, 2005; Volkart, 2011).

<sup>382</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 321.

Dabei stehen die Parameter für:

- $NOPAT_t$  = Gewinn vor FK-Zinsen nach (approximativ) berechneten Steuern zum Zeitpunkt t
- $WACC_S$  = steueradjustierter durchschnittlicher Kapitalkostensatz
- $IC_t$  = Investiertes Kapital zum Zeitpunkt t

Genauere Erläuterungen zu den jeweiligen Anwendungsfällen finden sich beispielsweise in Volkart<sup>383</sup> oder Hauser<sup>384</sup>. Wie bereits weiter oben ausgeführt, sind EVA-Bewertungen in der Praxis bei Bewertungsfragen zu KMU-Dienstleistungsunternehmen selten anzutreffen. Aus diesem Grund wird auch bezüglich der Anwendungsfälle und der entsprechenden Vor- und Nachteile auf diese Literatur verwiesen.

Interessanterweise machen gewisse Autoren<sup>385</sup> bei der EVA-Bewertung auf die sogenannten Value Drivers aufmerksam, auf welche später in der Arbeit eingegangen wird. Gerade bei Dienstleistungsunternehmen ist, wie noch aufzuzeigen ist, den Value Drivers einen sehr grossen Stellenwert beizumessen.

#### **4.6.4.3 Flexible Planung und Simulation**

Vielen Bewertungsmethoden wird nachgesagt, sie seien sehr statisch. Ebenfalls wird vorgeworfen, dass sie für die Beurteilung einer zukünftigen Entwicklung nicht brauchbar seien. Ein möglicher Ausweg aus diesem Dilemma findet sich in der flexiblen Planung resp. der Simulation. Dabei liegt der Bewertung ein Szenario zugrunde:<sup>386</sup> Ein Unternehmer stellt sich zu jedem Zeitpunkt die Frage, ob eine vergangene Investition oder ein in der Vergangenheit

---

<sup>383</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 321ff.

<sup>384</sup> vgl. Hauser, 2010, S. 100ff.

<sup>385</sup> vgl. U.a. Hauser, 2010, S. 105.

<sup>386</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 215.

eingeschlagener Weg immer noch richtig sei. Beispielsweise kann aufgrund einer plötzlich auftretenden Fremdwährungskurssituation ein gewisser Markt vollständig verschwinden. Jede rational handelnde Führungsperson würde in dieser Konstellation die Situation hinterfragen und allenfalls ein neues Szenario einschlagen.<sup>387</sup> Gemäss Spremann<sup>388</sup> versteht man unter Realoptionen „Optionen, den Geschäftsplan noch ändern zu können, um so auf spätere Informationen und Entwicklungen einzugehen“. Entscheidend dabei ist die methodische Erzeugung von Szenarien und die anschliessende Auswertung dieser erzeugten Szenarien – auch bekannt unter Simulation.<sup>389</sup> Brennan und Schwartz<sup>390</sup> erläutern dies sehr schön anhand des Mienenbeispiels, worin die Flexibilität dadurch gegeben ist, dass die Miene geöffnet und geschlossen werden kann.

Für die Bewertung ist hierbei entscheidend, dass die verschiedenen Szenarien auch mit entsprechenden Wahrscheinlichkeiten ausgestattet werden können. So kann beispielsweise eine DCF-Methode mit drei verschiedenen Szenarien (je unterschiedliche Eintretenswahrscheinlichkeit) analysiert und berechnet werden. Da diese Methode jedoch sehr aufwendig ist und gerade auch bei den verschiedenen Szenarien und Eintretenswahrscheinlichkeiten grosser Interpretationsspielraum besteht, ist die flexible Planung bzw. die Simulation in der Bewertungspraxis selten anzutreffen. Im KMU-Bereich spielt sie nur eine untergeordnete Rolle.

## 4.7 Zu- und Abschläge<sup>391</sup>

In der Praxis sind bei Unternehmenstransaktionen häufig Konstellationen anzutreffen, bei welchen die üblichen Bewertungsmaßstäbe zu keinen zufriedenstellenden Resultaten führen

---

<sup>387</sup> Es wird an dieser Stelle auch auf die Literatur über „sunk costs“ verwiesen, welche ebenfalls in die Überlegungen einbezogen werden soll.

<sup>388</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 216.

<sup>389</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 221.

<sup>390</sup> vgl. Brennan/Schwartz, 1985.

<sup>391</sup> In der Literatur auch oft mit dem englischen Ausdruck „Discounts and Premia“ beschrieben.

würden. Aus diesem Grund haben sich in der Literatur die so genannten Discounts und Premia (Zu- und Abschläge) etabliert.

In Anlehnung an Cheridito und Schneller<sup>392</sup> lassen sich die Discounts und Premia mittels folgender Tabelle zusammenfassen:

Discounts und Premia	Korrektur	Grundgedanke der Korrektur	Häufigkeit der Anwendung in der Praxis
Control Premium	Wertzuschlag	für die Kontrolle über ein Unternehmen	oft
Small Cap Premium	Wertabschlag	für kleine Unternehmen mit tiefer Kapitalisierung	oft
Minority Discounts (Gegenteil = Control Premium)	Wertabschlag	für die fehlende Kontrolle über ein Unternehmen	oft
Marketability Discount	Wertabschlag	für die fehlende Marktgängigkeit der Titel eines Unternehmens	oft
Illiquidity Discount (häufig Synonym für Marketability Discount)	Wertabschlag	für die fehlende Liquidität im Handel der Titel eines Unternehmens	oft
Key Man Risk Discount	Wertabschlag	falls der Unternehmenserfolg wesentlich von einer Person oder einer kleinen Gruppe von Personen abhängt	selten anzutreffen
Conglomerate Discount	Wertabschlag	für die starke Diversifiziertheit/ fehlende Fokussierung eines Unternehmens	selten anzutreffen

**Abbildung 17:** Übersicht über die gängigsten Zu- und Abschläge in der Bewertung von Unternehmen<sup>393</sup>

Für diese Discounts and Premia besteht bereits reichlich Literatur. Zum **Small Cap Premium** findet sich neben Cheridito/Schneller<sup>394</sup> auch ein Bezug in Fama/French<sup>395</sup> oder Ibbotson<sup>396</sup>. Das **Control Premium und der Minderheitsabschlag** wird ebenfalls in Cheridito/Schneller<sup>397</sup>

<sup>392</sup> vgl. Cheridito, 2008, S. 417.

<sup>393</sup> In Anlehnung an Cheridito/Schneller, 2008, S. 417.

<sup>394</sup> vgl. Cheridito/Schneller, 2008.

<sup>395</sup> vgl. Fama/French, 1992.

<sup>396</sup> vgl. Ibbotson, 2007; Im Speziellen S. 129ff; Ibbotson veröffentlicht zusätzlich jährlich ein Buch, worin verschiedene Betas, Branchen Premia etc. veröffentlicht werden.

<sup>397</sup> vgl. Cheridito/Schneller, 2008.

behandelt. Gemäss Cheridito<sup>398</sup> ist hierbei zu unterscheiden zwischen dem Preis bei der Übernahme der Mehrheit an einer Gesellschaft und dem Preis für die Transaktion mit Minderheitsanteilen. Dabei liegt der Fokus vieler Studien auf der Differenzierung zwischen der bezahlten Prämie für die Kontrolle und der Prämie für potenzielle Synergien. Wie bereits erwähnt, lassen sich die Annahmen über potenzielle Synergien auch hervorragend in die zukünftige Erfolgsrechnung und Cash Flow-Statements integrieren.<sup>399</sup>

Die **Marktzugänglichkeit oder der Illiquiditätsabschlag** wird ebenfalls in Cheridito/Schneller<sup>400</sup> behandelt. Andere Quellen dafür sind beispielsweise auch Pratt<sup>401</sup>, Pratt/Reilly/Schweih<sup>402</sup> oder Mercer<sup>403</sup>.

Die Differenzierung und Unterscheidung zwischen Zu- und Abschlägen und die Berücksichtigung in den Diskontraten, resp. in der Bewertung selber, lässt sich nicht ohne weiteres vornehmen. Auch ist nicht ohne weiteres ein Vergleich zwischen den Zu- und Abschlägen zu machen, da die Korrekturen unterschiedlich berechnet werden. Es lässt sich allerdings festhalten, dass beide Korrekturmechanismen (via Diskontrate oder via pauschale Abzüge) zu denselben Werten führen müssten. Kritiker der Zu- und Abschläge mögen anführen, dass die pauschalen Zu- und Abschläge ein derart hohes Ausmass annehmen können, dass die ganze Bewertung an und für sich in Frage gestellt werden könnte. Eine klare Definition, wann welcher Abzug und welcher genaue Prozentsatz angewendet werden soll, wird in der Literatur nur rudimentär behandelt. Dies ist auch verständlich, denn jede Situation muss individuell betrachtet werden.

---

<sup>398</sup> vgl. Cheridito, 2008, S. 421.

<sup>399</sup> Ein ebensolches Vorgehen wird auch durch Cheridito, 2008, S. 422, vorgesehen, welcher die Integration in den Business-Plan vorschlägt.

<sup>400</sup> vgl. Cheridito/Schneller, 2008.

<sup>401</sup> vgl. Pratt, 2001.

<sup>402</sup> vgl. Pratt/Reilly/Schweih, 2000.

<sup>403</sup> vgl. Mercer, 1997.

## 4.8 Vertragliche Bestimmungen (Covenants) und Due Diligence

Nachdem der Fokus zuvor auf der Bewertungsmethode und den entsprechenden Parametern lag, sollen nun die vertraglichen Bedingungen in den Vordergrund gestellt werden.

In der Literatur finden sich oft sehr weitreichende Ausführungen über die Bewertungsmodelle und die ihnen zugrunde liegenden Annahmen. Was oft nicht behandelt wird, sind die vertraglichen Bestimmungen, welche die Parteien miteinander abschliessen. Die Praxis (vgl. Kapitel 5) zeigt deutlich auf, dass viele Übernahmeverträge implizit entweder schriftlich festgelegte oder mündlich vereinbarte Bestimmungen enthalten. Vertragliche Bestimmungen können sich auf den Verkauf oder auch auf zukünftige Situationen (z.B. Earn-Out-Klauseln) beziehen. Sie haben meist einen grossen Einfluss auf den letztendlich zu bezahlenden Preis. Da die vertraglichen Bestimmungen allerdings sehr abhängig von der jeweiligen individuellen Situation sind, ist es nicht möglich, allgemeine Bewertungsformeln zu definieren. Vertragliche Bestimmungen werden vielfach in den Verhandlungen nach der erstmaligen Bewertung von Unternehmen ausgehandelt. Für den Abschlag oder Mehrpreis werden anschliessend lediglich die bereits vorgenommenen Bewertungen modifiziert. Die Schlusszahlung wird entsprechend angepasst, indem bei besserer Zielerreichung ein Zuschlag und bei tieferer ein Abschlag gemacht wird.

In der Praxis ist auch ein weiterer Vertrag oft anzutreffen – der Aktionärsbindungsvertrag (ABV). Gerade in Dienstleistungsunternehmen sind Praxisgemeinschaften oder Partnerschaften von Experten vorhanden, was häufig zu Aktionärsbindungsverträgen führt. In diesen Verträgen werden Krisenszenarien (z.B. bei Hinschied, Unfall oder Krankheit eines Partners) geregelt. Was soll in solchen Situationen mit den Aktien geschehen? Welchen Preis soll man dafür bezahlen? In der Regel werden die Aktien an die verbleibenden Aktionäre zurückfliessen, wofür von diesen lediglich ein reduzierter Preis bezahlt werden muss.

### 4.8.1 Earn-Out-Klauseln

Käufer von Unternehmen können sich mit den Verkäufern darüber einigen, Preisanpassungen in Bezug auf die zukünftige finanzielle Entwicklung nach dem Transaktionsdatum zu akzeptieren.<sup>404</sup> Hierbei spielt dementsprechend eher ein mittel- bis langfristiges Element eine entscheidende Rolle. Die Bewertung, welche eher im kurzfristigen Bereich anzusiedeln ist, kann mittels Kaufpreisanpassungsmechanismen eine längerfristige Perspektive zugewiesen erhalten. Die Earn-Outs sind begrifflich gesehen in der engeren Definition des Bewertungsbegriffs anzusiedeln.<sup>405</sup>

Earn-Outs sind jedoch keine Eigenheit der Bewertungsliteratur, sondern finden sich gemäss Blough<sup>406</sup> auch in verschiedenen Steuerrundschreiben, Steuermerkblättern und Stellungnahmen diverser Länder (u.a. USA, Canada, Frankreich, Deutschland etc.).

Gerade bei grossen Unternehmenstransaktionen findet sich in der Praxis oftmals eine Earn-Out Klausel in den Kaufverträgen. Auch internationale Standards wie die US GAAP<sup>407</sup> behandeln Earn-Outs und deren Bilanzierung.<sup>408</sup> Neuerdings feiern die Earn-Outs aufgrund der wirtschaftlichen Lage einen eigentlichen Hype.<sup>409</sup>

Earn-Out-Klauseln unterscheiden sich gegenüber den in der Praxis auch häufig anzutreffenden Kaufpreisanpassungsmechanismen, welche beispielsweise aufgrund einer in Zukunft zu erstellenden Bilanz den Kaufpreis festlegen.<sup>410</sup> Bruski<sup>411</sup> unterscheidet bei den Earn-Out-Klauseln zwischen der vergangenheitsorientierten und der zukunftsorientierten

---

<sup>404</sup> vgl. Blough, 2007.

<sup>405</sup> Im Gegensatz zu den Value Drivers.

<sup>406</sup> vgl. Blough, 2007.

<sup>407</sup> United States Generally Accepted Accounting Standards = Standards zur Rechnungslegung.

<sup>408</sup> vgl. dazu beispielsweise Asbra/Miles, 2009, S. 38ff.

<sup>409</sup> vgl. Wall, 2009, S. 14ff.

<sup>410</sup> vgl. Bruckner, S. 2.

<sup>411</sup> vgl. Bruski, 2005, S. 1.

Kaufpreisanpassung. Andere Autoren, wie beispielsweise Meuli<sup>412</sup>, widmen sich dem Thema des Earn-Outs ebenfalls, fokussieren allerdings eher auf steuerliche Themen.

Ziel von Earn-Outs ist eine faire Kaufpreisanpassung zu erreichen, sofern sich die Situation des Unternehmens nach dem Kauf verändert (positiv und negativ). Käufer und Verkäufer verfolgen mit Earn-Out-Klauseln das Ziel, asymmetrische Informationen zu verhindern, eine Anreizangleichung zu erhalten und Unsicherheit zu minimieren.<sup>413</sup> In der Regel werden die Earn-Out-Ziele in vielen Branchen auf maximal drei Jahre festgelegt.<sup>414</sup> Nach dieser Zeitperiode ist es oft schwierig festzulegen, wer der wahre Treiber des Unternehmenswertes ist (Verkäufer oder Käufer).<sup>415</sup>

Sperry<sup>416</sup> führt neun wichtige Punkte auf, welche bei Earn-Outs zu beachten sind. Es sind demgemäss gewisse Regeln einzuhalten. Beispielsweise soll sich die Ausgestaltung des Earn-Outs der jeweiligen Transaktion anpassen. Es gibt eine Fülle von Fehlern, welche gemacht werden können.<sup>417</sup> Earn-Outs sind jedoch innerhalb von Unternehmensverkäufen empfehlenswert.

Kritiker<sup>418</sup> zeigen auf, dass Earn-Out-Klauseln unter gewissen Umständen auch zu Problemen führen können, sei dies aus Steuerfolgen oder anderen Gründen. Andere Autoren<sup>419</sup> sehen die Earn-Outs zwar als potenzieller Faktor, welcher den Aktienwert steigern kann, jedoch wurde dies bereits mittels verschiedener Studien widerlegt.

Wie es Caselli/Gatti<sup>420</sup> treffend formulieren, sind Parteien am besten beraten, wenn sie möglichst einfache und klare Lösungen anstreben. Dies ist gerade bei KMU-Dienstleistern bei

---

<sup>412</sup> vgl. Meuli, 1996.

<sup>413</sup> vgl. Blough, 2007.

<sup>414</sup> vgl. Pizzani, 2006, S. 4.

<sup>415</sup> vgl. Pizzani, 2006, S. 4.

<sup>416</sup> vgl. Sperry, 2011.

<sup>417</sup> vgl. Sperry, 2011.

<sup>418</sup> vgl. beispielsweise Kalechava, 2010.

<sup>419</sup> vgl. Caselli/Gatti, 2006, S. 91.

<sup>420</sup> vgl. Bruckner, S. 11.

der Verwendung von Earn-Outs zwingend zu empfehlen. Earn-Outs sollten nie ein Schlüsselement eines Verkaufs sein, sondern sind als Zusatz zu verstehen.<sup>421</sup>

#### 4.8.2 Due Diligence-Prüfungen

Die Due Diligence-Prüfung<sup>422</sup> spielt eine wichtige Rolle innerhalb der Bewertung eines Unternehmens. Ein Unternehmen wird in der Regel sowohl vor, als auch während und nach einer Bewertung kritisch durch den potenziellen Käufer analysiert. Vor der Bewertung werden v.a. bewertungskritische Parameter untersucht, welche einen Einfluss auf den Preis haben. Auch kann der Fokus auf Risiken und Chancen liegen<sup>423</sup>, welche in einer ersten Phase erkannt und bewertet werden müssen. Gemäss Volkart<sup>424</sup> ist die Analyse notwendig, um den Unternehmenswert und den zukünftigen Erfolg eines Unternehmens abschätzen zu können. Dieser hängt neben dem finanziellen Teil auch massgeblich von rechtlichen, steuerlichen, organisatorischen, personellen, technologischen, prozess- und produktbezogenen Parametern ab.<sup>425</sup>

Der Hauptgrund einer Due Diligence liegt in den asymmetrisch verteilten Informationen. Während ein Verkäufer die Bewertung eines Unternehmens im Detail nachvollziehen kann, verfügt der Käufer über zu wenige Informationen um den Wert genau abschätzen zu können. Dieser zielt deshalb in der Due Diligence darauf ab eine Adverse Selection<sup>426</sup> möglichst zu vermeiden – eine typische Situation, welche durch die Principal-Agent<sup>427</sup>-Problematik beschrieben wird.

---

<sup>421</sup> vgl. Sperry, 2011.

<sup>422</sup> Eine Checkliste für Unterlagen und ein Begleitbrief kann dem Anhang entnommen werden. Sie sollen als Richtschnur dienen und sind dem Einzelfall anzupassen.

<sup>423</sup> vgl. u.a. Valk, 2006, S. 244.

<sup>424</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 330.

<sup>425</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 330.

<sup>426</sup> vgl. Akerlof, 1970.

<sup>427</sup> vgl. Jensen, 1976.

Sofern Due Diligence-Prüfungen angewendet werden, ist anzuraten, auch entsprechende Geheimhaltungsvereinbarungen zu unterzeichnen. Darin festzuhalten wären beispielsweise Konkurrenzverbote, Mitarbeiterabwerbverbote oder etwa Konventionalstrafen. Gerade bei KMU-Dienstleistern stellt sich die Frage, inwiefern eine Due Diligence durchgeführt werden kann und soll, weil damit auch gewisse Risiken<sup>428</sup> verbunden sind. Der Einzelfall muss deshalb darüber entscheiden.

### **4.8.3 Persönliche Motive**

Nicht zuletzt sind auch persönliche Motive sehr entscheidend, wenn es in der Schlussphase um die Preisfindung geht. Nicht alle Entscheidungen sind dann von Rationalität geprägt, auch wenn dies immer wieder als Grundvoraussetzung festgehalten wird. Es ist kein Zufall, dass in der Literatur eine Vielzahl von Unternehmenstransaktionen als deutlich überbezahlt beurteilt werden. Dabei spielen oft auch psychologische Gründe eine entscheidende Rolle und die Ratio rückt in den Hintergrund.

## **4.9 Bewertungsansätze für KMU-Dienstleistungsunternehmen**

### **4.9.1 Methoden für Dienstleistungsunternehmen, im Speziellen für Treuhandunternehmen**

In der Literatur finden sich viele Aufsätze über die Bewertung innerhalb von Branchen. So etwa unterscheidet Drukarczyk<sup>429</sup> zwischen Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Rechtsanwaltskanzleien, Software-Unternehmen und bspw. IT-Dienstleistern. Zu jeder erdenklichen Branche finden sich ebenso auch Fachartikel. Eine Fokussierung soll deshalb auch

---

<sup>428</sup> Oftmals interessieren sich auch Konkurrenten bei Unternehmensverkäufen, welche dann im Rahmen der Due Diligence weitgehende Informationen erhalten. Die Gefahr besteht latent, dass diese Unternehmen die Due Diligence nur vornehmen um an geheime Daten zu gelangen. Mittels Konventionalstrafen können die Risiken minimiert, jedoch niemals ausgeschlossen werden.

<sup>429</sup> vgl. Drukarczyk, 2007.

in diesem Abschnitt vorgenommen werden, und zwar auf Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften.

Ausgangslage für die Bewertung eines Wirtschaftsprüfungsunternehmens ist die Blickrichtung der Bewertung<sup>430</sup> – oder anders ausgedrückt, für wen die Bewertung gemacht wird. Als weiteren Punkt muss die Handlungsfreiheit des potenziellen Käufers betrachtet werden.<sup>431</sup> Jeder Käufer hat die Möglichkeit, selbständig zu werden oder aber seine derzeitige Tätigkeit weiter auszuführen. Auf die Vor- und Nachteile der Alternative soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Das Zielsystem des Entscheidungsträgers soll als dritter Punkt berücksichtigt werden.<sup>432</sup> Welche Motivation führt dazu, dass man ein Unternehmen kauft?

Dienstleistungsunternehmen charakterisieren sich durch einen meist tiefen Substanz-, jedoch hohen Ertragswert.<sup>433</sup> Im Zusammenhang mit der Bewertung von Dienstleistungsunternehmen wird deshalb oft auf die Methode des DCFs<sup>434</sup> oder der Ertragswertverfahren<sup>435</sup> zurückgegriffen. Für die Ausführungen dazu wird auf Kapitel 4.6.3.2.1 oben verwiesen. Auch werden vielfach vereinfachte Verfahren angewendet.<sup>436</sup> Dazu gehören beispielsweise auch Umsatzverfahren, worin der Kaufpreis als ein bestimmter Prozentsatz des Jahresumsatzes festgelegt wird.<sup>437</sup> Dieser Anteil wird dann als Goodwill betrachtet.<sup>438</sup> In der Schweiz ist die Mittelwertmethode oder vereinfachte Ertragswertberechnungen ebenso verbreitet. Generell ist vielen Methoden gemein, dass sie sich auf die Ergebnisse der Substanzwertmethode abstützen.<sup>439</sup> Auch sind die Basen für die Berechnung entsprechend anzupassen, sodass eine vernünftige Bewertung vorgenommen werden kann.<sup>440</sup>

---

<sup>430</sup> vgl. Drukarczyk, 2007, S. 256.

<sup>431</sup> vgl. Drukarczyk, 2007, S. 256.

<sup>432</sup> vgl. Drukarczyk, 2007, S. 256.

<sup>433</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>434</sup> vgl. u.a. Kainbacher, 2008; Drukarczyk, 2007, S. 257.

<sup>435</sup> vgl. Drukarczyk, 2007, S. 257.

<sup>436</sup> vgl. dazu auch Ausführungen im nachfolgenden Kapitel oder IDW (2005), Drukarczyk, 2007, S. 258.

<sup>437</sup> vgl. dazu Peemöller/Bömelburg/Hoferer, 1994. S. 914.

<sup>438</sup> vgl. Drukarczyk, 2007, S. 281.

<sup>439</sup> vgl. u.a. Drukarczyk (2007, S. 278), welcher dies anhand der Bewertung einer Rechtsanwaltskanzlei aufzeigt.

<sup>440</sup> Es sind beispielsweise VR-Honorare oder Einnahmen aus politischen Ämtern vom Umsatz abzuziehen.

Für die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen kann auch die Residual Income Methode angewendet werden. Hierbei wird der DCF-Ansatz allgemein gehandhabt, sodass er sich für die Bewertung des Goodwills eignet.<sup>441</sup> Buchwert und Goodwill addiert ergeben zusammen den Wert eines Unternehmens. Gemäss Helbling<sup>442</sup> ist der Gesamtwert jedoch keine blosse Addition von Einzelwerten. Ihmzufolge ist nicht eine Addition von Einzelwerten anzustreben, sondern der Ertragswert sei entscheidend.<sup>443</sup>

Ein anderer Ansatz für die Bewertung von Unternehmen wird auch im Real-Optionen-Ansatz gesehen. Wenn sich ein Unternehmen für eine Investition entscheidet, werden dadurch andere Möglichkeiten ausgeklammert.<sup>444</sup> Neuere Ansätze haben sich in letzter Zeit bei grösseren Unternehmensbewertungen durchgesetzt. Darunter zählt auch der EVA-Ansatz.<sup>445</sup> In der Praxis sind diese Ansätze im KMU-Umfeld kaum anzutreffen.

Seit 2000 setzt sich ein neuer Forschungsstrang durch, welcher das intellektuelle Kapital zu bewerten versucht. Bekanntlich beinhalten Dienstleistungsunternehmen ein hohes Mass an intellektuellem Kapital. Die diesbezügliche Literatur findet sich u.a. bei Sveiby<sup>446</sup> oder bspw. auch bei Salojärvi/Furu/Sveiby<sup>447</sup>. In der Praxis werden diese Bewertungsmethoden jedoch noch kaum angetroffen.

Eine weitere Möglichkeit für die Bewertung von immateriellem Vermögen und damit auch für die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen bieten internationale Standards. Im Standard 301.02 wird beispielsweise die Bewertung von immateriellen Vermögenswerten erläutert. Es bestehen dabei grundsätzlich drei verschiedene Szenarien:

#### 1. Marktvergleichsmethoden (direkt und indirekt)

---

<sup>441</sup> vgl. Spremann, 2005, S. 175.

<sup>442</sup> vgl. Helbling, 2002.

<sup>443</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 736.

<sup>444</sup> vgl. Dixit, 1994, S. 3.

<sup>445</sup> vgl. Stewart, 1991 oder Hostettler, 1997.

<sup>446</sup> vgl. Sveiby (2001); hier sind v.a. die Methoden detailliert erläutert.

<sup>447</sup> vgl. Salojärvi/Furu/Sveiby (2004). Hier wurden Finnische KMU's analysiert und deren Wissens- und Wachstumspotenzial analysiert.

2. Einkommensansätze (z.B. relief-from-royalty Methode, premium profits Methode und Übergewinnmethode)
3. Kostenmethode (Entwicklungskosten resp. andere damit in Zusammenhang stehende Kosten)

Da diese Szenarien in der Praxis bei Bewertungen von Dienstleistungsunternehmen nie anzutreffen sind, wird auf die Ausführungen in IVS Exposure Draft June 2010 Standard 301.02 verwiesen.

Wie aufgezeigt wurde, bestehen für die Bewertung von Dienstleistungsunternehmen viele Möglichkeiten, welche es im Einzelfall abzuwägen gilt. Die Literatur<sup>448</sup> über das Thema ist breit und es lohnt sich, im Einzelfall die Besonderheiten abzuklären.

#### **4.9.2 Bewertungen von KMU-Unternehmen**

Der Fokus dieser Arbeit liegt auf der Bewertung von KMU-Unternehmen mit spezifischem Fokus auf Dienstleistungsunternehmen. Auf einzelne Premia und Discounts wurde bereits in Kapitel 4.7 eingegangen. An dieser Stelle soll deshalb lediglich die Spezialliteratur zum Thema KMU erwähnt werden.

KMU-Unternehmen haben üblicherweise zusätzliche Risiken. Sie zeichnen sich gegenüber den bisher betrachteten Unternehmen v.a. durch die flexible und leicht abänderbare Struktur, leicht veränderbare Kapitalstruktur, die Abhängigkeiten und Entwicklungsbegrenzungen, den Einfluss des Inhabers als Kapitalgeber, Integrationsprobleme in bestehende Unternehmen oder durch Absicherungsstrategien gegen Risiken aus.<sup>449</sup> Studien durch Coopers & Lybrand (1994) und

---

<sup>448</sup> vgl. u.a. Breidenbach (1991), Drukarczyk (2007), Englert (2005), Knief (1978) uvm.

<sup>449</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 72.

Peemöller/Meyer-Pries (1995) zeigen auf, welche Methoden in der Regel für Unternehmenstransaktionen verwendet werden.<sup>450</sup> Sie fokussieren allerdings nicht auf KMU's.

Eine Ausnahme bildet Then Bergh.<sup>451</sup> Sein Verfahren geht von der Grundannahme aus, dass jedes Kleinunternehmen replizierbar ist und deshalb die Bewertung anhand einer Vergleichsrechnung zwischen Neugründung und Kauf eines Unternehmens vorgenommen werden soll. Jeder vernünftige Investor wird eine Abwägung vornehmen zwischen dem Barwert der Einzahlungsüberschüsse im Falle des Erwerbes des Unternehmens und dem Barwert der Einzahlungsüberschüsse im Falle der Neugründung. Der Preis des Unternehmens wäre lediglich die Differenz zwischen diesen Beträgen.<sup>452</sup>

Andere Autoren, wie beispielsweise Bremer<sup>453</sup>, bevorzugen die schematischen Unternehmensbewertungen und die HFA 6/1997<sup>454</sup> für KMU-Bewertungen<sup>455</sup>. Letztere misst den qualitativen Aspekten von KMU-Unternehmen eine grosse Bedeutung zu.<sup>456</sup>

Viele Unternehmensbewertungen werden in der Praxis mittels vereinfachter Verfahren (Mittelwertmethode, geschätzter Umsatz-Multiples oder Gewinn-Multiples) vorgenommen. Der IDW-Standard in Deutschland erwähnt in diesem Zusammenhang nur, dass die vereinfachten Verfahren eine detaillierte Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens oder des DCF-Verfahrens nicht ersetzen können.<sup>457</sup>

KMU's und insbesondere KMU-Dienstleister werden gemäss Helbling<sup>458</sup> mit dem Substanzwert zuzüglich eines Goodwills bewertet. Der Goodwill wird anhand eines Prozentsatzes vom Umsatz

---

<sup>450</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 86.

<sup>451</sup> vgl. Then Bergh, 1985.

<sup>452</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 87.

<sup>453</sup> vgl. Bremer, 1996.

<sup>454</sup> vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer, 1998.

<sup>455</sup> Der Grund liegt darin, dass in der Praxis in der Regel nur wenig Geld für solche Bewertungen vorhanden ist. Deshalb muss anhand eines Instruments der Minimalstandard für die Bewertung eingehalten sein (Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung gemäss Moxter).

<sup>456</sup> Der Ansatz des Instituts wurde in der Literatur jedoch mehrfach kritisiert. Vgl. dazu u.a. Ballwieser (1995), Schildbach (1995), Maul (1992).

<sup>457</sup> vgl. Zinsch, 2008, S. 88.

<sup>458</sup> vgl. Helbling, 1996, S. 937.

hergeleitet.<sup>459</sup> Etwas weiter entwickelt Loderer<sup>460</sup> seinen Ansatz, da er auf dem DCF-Modell basiert. Er schlägt vor, den Wert mittels eines zweistufigen Prozesses zu eruieren. In einem ersten Schritt wird die Bewertung vorgenommen (vgl. Formel unten für den Residualwert) und dann ist der Abschlag für ein KMU zu berechnen. Um die Risiken abschätzen zu können, sollte mit der unten aufgeführten Formel begonnen werden, welche basierend auf Cash Flows und diskontiertem Wachstum aufgebaut ist.<sup>461</sup>

$$\text{Residualwert}_T = FCF_{T+1} \times PVIFGA_{WACC, L, g} \text{ mit } g \leq \pi$$

**Abbildung 18:** Residualwert für KMU-Unternehmen<sup>462</sup>

Das Risiko für ein KMU-Unternehmen kann zusammenfassend in die folgenden Kategorien eingeteilt werden:<sup>463</sup>

- Identifikation von Projekten mit positivem Barwert (Net Present Value)
- Möglichkeit des Konkurses oder Liquidation
- limitierte Liquidität

Deshalb kann oder sollte ein Diskont für diese Unternehmen vorgenommen werden.<sup>464</sup>

$$\text{Abschlag für kleinere Unternehmen} = 1 - e^{(0,066 \times (\ln MK_{\text{Unternehmen}} - \ln MK_{\text{Benchmark}}))}$$

**Tabelle 5:** Abschlag für kleinere Unternehmen<sup>465</sup>

Gerade in KMU-Unternehmen ist es nicht einfach, an die Informationen für die oben aufgeführte Formel zu gelangen, weshalb diese in der Praxis eher selten Anwendung findet. Es wird jedoch oft ein pauschaler Abschlag von 25% bis 45% vorgenommen.<sup>466</sup>

<sup>459</sup> vgl. Helbling, 1996, S. 938.

<sup>460</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 684.

<sup>461</sup> vgl. Loderer, 2005, S. 684.

<sup>462</sup> (T=Zeit, L=Überlebensdauer des Unternehmens,  $\pi$ = Inflationsrate, PVIFGA = Zeitwert Zinsfaktor einer wachsenden Annuität, g = Wachstumsrate).

<sup>463</sup> vgl. auch Loderer, 2005, S. 685.

<sup>464</sup> vgl. auch Loderer, 2005, S. 687.

<sup>465</sup> ( $MK_{\text{firm}}$  = natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung des Unternehmens,  $MK_{\text{Benchmark}}$  = natürlicher Logarithmus der Marktkapitalisierung von vergleichbaren Unternehmen).

### 4.9.3 Problemstellungen in der Praxis

Gemäss Meyer<sup>467</sup> bestehen in der Praxis immer wieder technische Umsetzungsprobleme, welche auf die Festlegung des Diskontierungsfaktors, die Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit des Fremdkapitals sowie die Ermittlung und Plausibilisierung des Residualwerts zurückzuführen sind. Auch beinhalten Bewertungen Unternehmen und insbesondere Start-Ups<sup>468</sup> die Schwierigkeit der Auswahl der richtigen Bewertungsmethode. Zudem sind gerade auch die entsprechenden Parameter innerhalb der Bewertungsmethode sehr knifflig.

Letztlich fragt sich ein Bewertungsexperte laufend, ob seine Annahmen korrekt gewählt wurden. Eine zentrale Rolle nimmt dabei neben dem Diskontfaktor auch die Verwendung von Zu- und Abschlägen ein. Der Bewerter muss sicherstellen, dass keine Effekte doppelt berücksichtigt werden.

Im Zuge des gegenwärtigen Umfeldes (Eurokrise und Verschuldungskrise der Staaten) wird der Bewertungsexperte vor zusätzliche Herausforderungen gestellt. Janos/Tracia<sup>469</sup> sehen folgende Problembereiche:

- Risikoloser Zinssatz mit rund 0.2% (vormals rund 2.7%) führt zu tieferen Eigenkapitalkosten gegenüber früheren Jahren
- Vereinfachungen im CAPM wirken sich negativ auf die Qualität der errechneten Eigenkapitalkosten aus

Als Ausweg empfehlen Janos/Tracia<sup>470</sup> die Eigenkapitalkosten weiter aufzusplittern, wie dies beispielsweise im Risikokomponentenansatz gemacht wird. Sie verwenden dafür folgende Formel:

---

<sup>466</sup> vgl. Born, 1995, S. 178 und Mandl/Rabel, 1997, S. 263. Andere Autoren wie Koeplin/Sarin/Shapiro, 2000.

Sprechen von 25-50%.

<sup>467</sup> vgl. Meyer, 2002, S. 582.

<sup>468</sup> Vgl. Exkurs nächstes Kapitel.

<sup>469</sup> vgl. Janos/Tracia, 2012, S. 166ff.

$$r_{EK} = R_{rf} + \beta_{MP} * r_{MP} + \beta_{UB} * r_{UB} + \beta_{UG} * r_{UG} + \beta_{US} * r_{US}$$

**Abbildung 19:** Modularer Aufbau der Eigenkapitalkosten im gegenwärtigen Umfeld<sup>471</sup>

Weitere Auswege aus der derzeitigen tiefen Zinssituation kann in folgenden Massnahmen gesehen werden<sup>472</sup>:

- Die Zinskurve sollte bei den risikolosen Anlagen berücksichtigt werden
- Die historische Marktrisikoprämie sollte um eine Bandbreite ergänzt werden
- Verwendung von weiteren Diskontierungssätzen (Bandbreite)
- Verwendung von Multiplikatoren zur Plausibilisierung

Das Beispiel des derzeitigen Umfeldes zeigt, dass eine Bewertung stets zu hinterfragen ist und sich im Laufe der Zeit Veränderungen ergeben können.

#### 4.9.3.1 Exkurs: Start-Up's

Am Beispiel der Start-Up's soll nachfolgend aufgezeigt werden, welche Herausforderungen es zu lösen gilt und wo entsprechendes „Professional Judgement“ gefordert wird. Start-Up's zeichnen sich durch folgende Parameter aus<sup>473</sup>:

- Fehlen von Vergangenheitsdaten
- langer Planungshorizont
- hohes Risiko eines Fehlschlages

<sup>470</sup> vgl. Janos/Tracia, 2012, S. 169ff.

<sup>471</sup> vgl. Janos/Tracia, 2012, S. 169 ;  $R_{rf}$  = Rendite der risikofreien Anlagen;  $r_{MP}, \beta_{MP}$  = Marktrisikoprämie und Beta-Faktor Markt;  $r_{UB}, \beta_{UB}$  = Zuschlag für Branche und Beta-Faktor Branche;  $r_{UG}, \beta_{UG}$  = Zuschlag für Unternehmensgrösse und Beta-Faktor Grösse;  $r_{US}, \beta_{US}$  = Zuschlag für unternehmensspezifische Risiken und Beta-Faktor.

<sup>472</sup> vgl. Janos/Tracia, 2012, S. 172.

<sup>473</sup> vgl. Gantenbein, 2011, S. 915 in Anlehnung an Villiger, 2005, S. 423.

- ausgeprägte Sensitivität gegenüber Marktbedingungen und deren Veränderungen

Wie in den vorangehenden Kapiteln aufgezeigt, sind diese Bedingungen für eine Bewertung unerlässlich. Deshalb ist eine Bewertung sehr herausfordernd.

Gemäss Gantenbein<sup>474</sup> sind die Basisdaten stets zu hinterfragen. Von Start-Up-Unternehmen werden die Erträge meist zu optimistisch eingeschätzt und allfällige Kosten werden tendenziell unterschätzt. Dieser Effekt ist in der Praxis oft anzutreffen, da fehlendes Know-How über das Geschäft zu einer zu optimistischen Betrachtungsweise führt. Ausserdem sind die Effekte, wie bspw. Venture-Capital-Geber, in den Bewertungen nur ungenügend abgedeckt, da diese Venture-Capital-Geber in der Regel zum Bewertungszeitpunkt keine definitive Zusage gemacht haben resp. dann erst entschieden wird, ob dieses „Projekt“ unterstützt wird. Ein Spannungsfeld, welches eine zuverlässige Bewertung kaum möglich macht.

Auf Basis dieser Ausgangslage haben Gantenbein und Forrer<sup>475</sup> eine Analyse der Methoden und deren Einschätzung über die Tauglichkeit einer Bewertung von Start-Ups vorgenommen. Die Erkenntnisse werden in nachfolgender Tabelle zusammengefasst.

---

<sup>474</sup> vgl. Gantenbein, 2011, S. 916.

<sup>475</sup> vgl. Gantenbein, 2011, S. 916ff.

Methode	Charakteristika/Eignung	Vorteile	Nachteile
Substanzwertmethoden	Aufgrund Vergangenheitsbezug wenig nützlich und in der Praxis irrelevant für Bewertung Start-Ups -> aufgrund Vergangenheitsorientierung nicht adäquat	- Einfachheit	- nur vergangenheitsorientierung bei Start-Ups nicht anzuwenden - Irrelevanz vergangener Kosten
Ertragswertmethoden	Kurzfristige Gewinn/Dividenden-Schwankungen sind i.d.R. nicht berücksichtigt (r und g werden angenommen). Eingangsgrößen, Kapitalkosten und Struktur des Modells als zentrale Einschränkungen -> Mit Einschränkungen anwendbar	- Einfachheit der Berechnung	- Schwierigkeit von sicherer Vergangenheit auf Zukunft zu schliessen - Eingangsgrößen - Struktur des Modells - grosse Streuung möglicher Entwicklungspfade
Marktwertmethoden	Aufgrund fehlender Ähnlichkeit von Vergleichsunternehmen und Einblick in vergleichbare Unternehmen schwierig -> Tendenziell nicht anwendbar	- Einfachheit der Berechnung, sofern vergleichbares Unternehmen	- Start-Ups kaum vergleichbar und fast unmöglich zu finden (i.d.R. nicht kotiert)
Szenarioanalysen	Nachteile Ertragswert durch Szenarien abwendbar. Sensitivitätsanalysen helfen zur Simulation von Szenarien Mittels Wahrscheinlichkeit und Ausgang des Szenarios wird ein Erwartungswert berechnet.	- Hebt Nachteile der Ertragswertmethode auf - gut nachvollziehbare Struktur - werden Rahmenbedingungen gerecht.	- U-Wert hängt von Zukunftsbildern ab, welche man festlegt - Bemessung Diskontsatz -> Doppelt erfasst via Wahrscheinlichkeit der Szenarien - statische Betrachtung der Zukunftsbilder
Realloptionsansatz	Aus Flexibilität resultierende Handlungsspielräume = Realoptionen Entscheide führen bei Investitionen zu ganz oder teilweise irreversiblen Zuständen	- kann Zukunft flexibel abbilden	- sehr komplex - viele unbekannte Größen - untergeordnete Bedeutung

**Tabelle 6:** Welche Methoden eignen sich für Start-Up's?<sup>476</sup>

Die Graphik fasst die wesentlichen Punkte zusammen. Bei den Kapitalkosten ist zu erwähnen, dass diese im Falle von Start-Up-Unternehmen neben der risikofreien Rendite und dem systematischen Risiko auch einen Liquiditätsaufschlag, einen Diversifikationsaufschlag und einen Aufschlag für Leistungen der Kapitalgeber beinhalten. Das entsprechende Modell und die Bezugsgrößen für die Kapitalkosten sind dementsprechend anzupassen. Die Szenario-Analyse ist so zu verstehen, dass von einem Ausgangswert X verschiedene Szenarien definiert werden und diese mittels Wahrscheinlichkeit bewertet werden. Die Summe aus den jeweiligen Szenarien multipliziert mit der jeweiligen Wahrscheinlichkeit des Szenarios und abdiskontiert mit dem risikolosen Zinssatz<sup>477</sup> ergibt den Wert eines Unternehmens.

Beim Realloptionsansatz werden zukünftige Entwicklungen nicht nur als Risiken gesehen<sup>478</sup>, sondern können ebenfalls als Chancen gelten.<sup>479</sup> Gewisse Optionen führen dazu, dass inskünftig

<sup>476</sup> In Anlehnung an Gantenbein, 2011, S. 915ff.

<sup>477</sup> Risikoloser Zinssatz wird hier angewendet, da die Kapitalkosten bereits in den Wahrscheinlichkeiten und den Szenarien berücksichtigt sind.

<sup>478</sup> Berücksichtigung im Kapitalisierungszinssatz.

<sup>479</sup> vgl. Gantenbein, 2011, S. 919.

mehr erwirtschaftet wird, was wiederum zu einem höheren potenziellen Unternehmenswert für dieses Szenario führt. Realoptionen sind allerdings in der Praxis sehr selten anzutreffen, da sie äusserst komplex<sup>480</sup> zu berechnen sind und die Annahmen ebenfalls zu weiterem Interpretationsspielraum führen können.

Wie bereits in der Literatur andiskutiert, sehen auch Gantenbein und Forrer<sup>481</sup> nur wenige Möglichkeiten, die Bewertung von Start-Ups entsprechend anzupassen. Die Berücksichtigung eines zusätzlichen Marktrisikos und Risikoprämien, aber auch variable Kapitalkosten nach Projektfortschritt können in der Bewertung berücksichtigt werden.<sup>482</sup> Earn-Out-Klauseln werden ebenfalls als mögliches Instrument vorgeschlagen.

#### 4.9.3.2 Weitere Fragestellungen

Schwierigkeiten ergeben sich in der Praxis der Unternehmensbewertung immer auch dann, wenn sich die Werte gemäss verschiedenen Bewertungsmethoden stark unterscheiden (z.B. wenn Unternehmen mit hohem Substanzwert nur einen geringen Ertrag abwerfen).<sup>483</sup> Ein Beispiel dafür sind die Dienstleistungsunternehmen, welche in der Regel hohe Ertragswerte, jedoch sehr tiefe Substanzwerte (da keine Substanz vorhanden) aufweisen. Ein hoher Substanzwert in Kombination mit einem tiefen Ertrag ergibt ebenfalls Interpretationsprobleme.

**Beispiel:** Ein Unternehmer möchte aus einer Kollektivgesellschaft aussteigen. Nimmt man einen hohen Substanzwert<sup>484</sup> an, würde dies die verbleibenden Gesellschafter (OR 580) benachteiligen, was bis zur Liquidation der Gesellschaft führen kann. Es ist deshalb in diesen

---

<sup>480</sup> Viele unbekannte Variablen.

<sup>481</sup> vgl. Gantenbein, 2011, S. 920.

<sup>482</sup> Fama/French (1993) geben beispielsweise weitere Verhältnisse der Bilanz/ER mit tatsächlichen Werten vor, welche als Plausibilität oder Anpassungsfaktor berücksichtigt werden könnten.

<sup>483</sup> vgl. u.a. Handschin, 2010.

<sup>484</sup> z.B. wenn Gesellschafter einen austretenden Gesellschafter auszahlen müssen.

Fällen auch der Ertragswert zu berücksichtigen.<sup>485</sup> Auch dies lässt sich aus praktischer Sicht erklären, denn ein Gesellschafter wird kaum an einem Ort investieren, wo sein Kapital nur ungenügend rentiert.

Letztlich ist bei der Unternehmensbewertung für KMU-Dienstleister die kritische Würdigung sehr entscheidend. Es wurden in diesem Kapitel verschiedene Ansätze und Problembereiche aufgezeigt. Aufgrund der Einfachheit der Methoden, werden einige auch zukünftig in der Bewertung von KMU-Unternehmen die Nase vorn haben. Die entsprechenden Problembereiche müssen jedoch immer auch im Hinterkopf behalten werden, damit die Unternehmensbewertung zu keinen falschen Schlüssen führt.

## 4.10 Würdigung der Bewertungsmodelle

In der Praxis werden oftmals verschiedene Bewertungsmethoden in Kombination angewendet. In der Regel ergeben sich dadurch Vorteile. Einerseits können die Bewertungsmethoden stark unterschiedliche Unternehmenswerte ergeben, was zu einer Abwägung verschiedener Szenarien durch den potenziellen Käufer führen kann. Andererseits jedoch riskieren Käufer und Verkäufer in Vertragsverhandlungen aufgrund ihrer unterschiedlichen Positionen Preisunterschiede bzw. sie legen Unter- und Obergrenzen fest. Es ist deshalb in vielen Fällen sinnvoll, verschiedene Methoden anzuwenden und so einen Methoden-Mix anzustreben.<sup>486</sup>

Gemäss Gantenbein<sup>487</sup> müssen neben der Methodenwahl und Parameterbestimmung ebenfalls andere Faktoren berücksichtigt werden. Diese Faktoren, wie beispielsweise die aktuelle konjunkturelle Lage, Mitarbeiter oder Value Drivers<sup>488</sup>, haben einen ebenso grossen Einfluss auf

---

<sup>485</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>486</sup> vgl. Volkart, 2011, S. 331.

<sup>487</sup> vgl. Gantenbein, 2007, S. 610ff.

<sup>488</sup> vgl. Kapitel hinten.

die Bewertung von Unternehmen. Darauf wird in einem späteren Kapitel detailliert eingegangen.

## 4.11 Bewertungsformeln

Nachfolgend werden die wichtigsten Formeln zur Bewertung von Unternehmen nochmals tabellarisch zusammengefasst.

Bewertungsmethode	Formel	Legende
Substanzwert	$UW = A + SR - FK$	UW = Unternehmenswert (Substanzwert, Nettosubstanzwert) A = Summe der einzelnen Aktiven SR = stille Reserven FK = Fremdkapital
Reiner Ertragswert (basierend auf unendlicher Rente)	$UW = \frac{G}{r_{WACC}} = \frac{EBIT * (1 - s)}{r_{WACC}}$	UW = künftig erwarteter Unternehmensertragswert G = Gewinn in der nächsten Periode (i.d.R. EBIT minus Steuern auf EBIT), wobei der Gewinn für alle zukünftigen Perioden als konstant angenommen wird. $r_{WACC}$ = Kapitalkostensatz (hier muss der gewichtete Kapitalkostensatz mit Steuerkorrekturterm genommen werden) s = Steuersatz (Achtung: Hier werden die Steuern direkt auf den EBIT kalkuliert. Dieser «Fehler» wird mit dem Steuerkorrekturterm im WACC wieder kompensiert.)
Discounted Cash Flow nach dem	$UW = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{CV_T}{(1+r_{WACC})^T}$	UW = Unternehmenswert FCF = Free Cash Flow (inkl. Fremdkapitalzinsen)

<p><b>Weighted-Average-Cost of Capital-Ansatz</b></p>	$r_{WACC} = r_{FK} * (1 - s) * \frac{FK}{GK} + r_{EK} * \frac{EK}{GK}$	<p><math>r_{WACC}</math> = Gew. Kapitalkosten                  CV = Fortführungswert (Continuing Value)                  T = Anzahl Jahre                  t = Laufindex Jahre</p> <p><math>r_{WACC}</math> = Gew. Kapitalkosten  <math>r_{FK}</math> = Fremdkapitalzinsen                  FK = Fremdkapital zu Marktpreisen                  s = Ertragssteuersatz auf Unternehmensebene (Grenzsteuer)                  GK = Gesamtkapital (EK+FK)  <math>r_{EK}</math> = Eigenkapitalkosten                  EK = Eigenkapital zu Marktpreisen</p>
<p><b>Discounted Cash Flow nach dem Adjusted Present-Value Ansatz</b></p>	$UW = \sum_{t=1}^T \frac{UFCF_t}{(1 + r_u)^t} + \frac{s * r_{FK} * FK_{t-1}}{(1 + r_{FK})^t}$ <p><i>oder mit vereinfachter Formel</i></p> $UW = \frac{EBIT(1 - s)}{r_u} + s * FK$	<p>EV = Enterprise Value                  U<sub>FCF</sub> = Free Cash Flow, den das Unternehmen hätte, wenn es unverschuldet wäre  <math>r_u</math> = Eigenkapitalkostensatz des unverschuldeten Unternehmens (All-equity firm, Unlevered Cost of Capital)                  s = Ertragssteuern auf Unternehmensebene  <math>r_{FK}</math> = Fremdkapitalkosten                  FK = Fremdkapital                  T = Anzahl Jahre                  t = Laufindex Jahre</p>
<p><b>Discounted Cash Flow-Methode nach dem Flow-to-Equity-Ansatz</b></p>	$EK = \sum_{t=1}^T \frac{FTE_t}{(1 + r_{EK})^t} + \frac{CVE_T}{(1 + r_{EK})^T}$ <p><i>oder mit vereinfachter Formel</i></p> $EK = \frac{(EBIT - i) * (1 - s)}{r_{EK}}$ <p>mit</p> $r_{EK} = r_u + \frac{FK}{EK} * (1 - s) * (r_u - r_{FK})$	<p>EK = Eigenkapital (Equity)                  FTE = Cash Flow an Eigentümer (Flow-to-Equity)  <math>r_{EK}</math> = Eigenkapitalkostensatz, angepasst an die Kapitalstruktur (Levered Cost of Capital)                  CVE = Fortführungswert (Continuing Value) des Eigenkapitalteils (d. h. CVE=CV-FK)                  i = Fremdkapitalzinsen = <math>r_{FK} * FK</math>                  T = Anzahl Jahre                  t = Laufindex Jahre  <math>r_u</math> = Eigenkapitalkostensatz</p>

		<p>des unverschuldeten Unternehmens (All-equity firm, unlevered cost of capital)</p> <p>FK = Fremdkapital zu Marktpreisen (Bonds)</p> <p>s = Ertragssteuersatz auf Unternehmensebene (Grenzsteuer)</p> <p>r<sub>FK</sub> = Fremdkapitalkosten</p>
Mittelwertmethode	$UW = \frac{(nSW * 1) + (EW * 2)}{3} + FK$	<p>UW = Unternehmenswert</p> <p>nSW = Netto-Substanzwert (Aktiven minus Fremdkapital)</p> <p>EW = Ertragswert des Eigenkapitals</p> <p>FK = Fremdkapital</p>
Zero-Growth-Methode	$EK = \frac{D}{r_{EK}}$	<p>EK = Eigenkapitalwert</p> <p>D = Dividende im nächsten Jahr</p> <p>r<sub>EK</sub> = Eigenkapitalkosten</p>
Constant Growth-Methode	$EK = \frac{D}{r_{EK} - g}$	<p>vgl. oben</p> <p>g = Wachstumsrate der Dividenden</p>
Zweistufige Dividend-Discount Methode	$EK = \frac{D}{r_{EK} - g_1} * (1 + g_1)^n * \left[ 1 - \left( \frac{(1 + g_1)}{(1 + r_{EK})} \right)^n \right] + \frac{1}{(1 + r_{EK})^n} * \frac{D_{n+1}}{r - g_2}$	<p>EK = Wert des Eigenkapitals</p> <p>D = Dividende im nächsten Jahr</p> <p>r<sub>EK</sub> = Eigenkapitalkosten</p> <p>g<sub>1</sub> = Wachstumsrate der ersten Phase</p> <p>g<sub>2</sub> = Wachstumsrate der zweiten Phase</p> <p>n = Laufzeit</p>
Multiplikatoren-methode	$UW = \frac{BV_{Peer\ Group}}{RV_{Peer\ Group}} * RV_{Enterprise}$	<p>UW = Unternehmenswert</p> <p>BV<sub>Peergroup</sub> = Basis Value</p> <p>RV<sub>Peergroup</sub> = Referenzwert (Reference Value) der Vergleichsgruppe</p> <p>RV<sub>Enterprise</sub> = Referenzwert (Reference Value) des Zielunternehmens</p>
Economic Value Added (EVA)	<p><math>EVA = C * (ROIC - r_{WACC})</math></p> <p>Oder</p>	<p>EVA = Economic Value Added</p> <p>C = Investiertes Kapital</p> <p>ROIC = Zusätzliche Rendite aus neu eingesetztem Kapital</p>

	$EVA = NOPAT - (C * r_{WACC})$	$r_{WACC}$ = Gewichtete Kapitalkosten NOPAT = Net Operating Profit After Tax
<b>Goodwillrenten- methode (Residual Income Modell)</b>	$UW = B_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(G - (B_{t-1} * r_{EK}))}{(1 + r_{EK})^t} + FK_0$	UW = Unternehmenswert (Gesamtunternehmenswert) $B_0$ = Buchwert des Eigenkapitals G = Gewinn einer Periode $B_{t-1}$ = Buchwert des Eigenkapitals zu Jahresbeginn $r_{EK}$ = Eigenkapitalkosten T = Anzahl Jahre t = Laufindex der Jahre $FK_0$ = Fremdkapital zum Zeitpunkt 0

# 5. Unternehmensbewertung aus der Praxis

In der Praxis finden sich bezüglich Bewertungen von Dienstleistungsunternehmen nur sehr wenige öffentlich zugängliche Informationen. Üblicherweise erstellen z.B. Treuhandunternehmen die Bewertung selbst und eine Publikation der Transaktion wird nicht vorgenommen. Bei vielen anderen Dienstleistungsunternehmen und gerade auch bei Kleinunternehmen mit kleinem Aktionärskreis erfolgt ebenfalls keine Publikation. Der potenzielle Käufer ist ein strategischer und nicht ein finanztheoretischer Investor. Dies ist auch der Grund, weshalb es schwierig ist, an die Resultate von in der Praxis durchgeführten Transaktionen zu gelangen.

Das Ziel dieser Arbeit ist es deshalb, mit verschiedenen Verkäufern resp. Käufern von KMU-Dienstleistungsunternehmen Interviews durchzuführen. Die verschiedenen Ausgangslagen werden nachfolgend erläutert. Zuerst wird dabei die Ausgangslage rund um das Unternehmen fokussiert. Im nächsten Schritt wird das verwendete Bewertungsmodell vorgestellt.

## 5.1 Fallbeispiel 1: Treuhandunternehmen A

### 5.1.1 Ausgangslage von A

Das Treuhandunternehmen A wurde vor mehr als zwanzig Jahren gegründet. Das Unternehmen gehörte vor dem Verkauf zu 100% einem Alleinaktionär. Die Kundenstruktur des Unternehmens kennzeichnet sich dadurch, dass sie seit mehr als 15 Jahren loyal dem Unternehmen verbunden sind. Aus diesem Grund wird die Kundenloyalität gegenüber dem Unternehmensgründer als sehr hoch bezeichnet. Da dieser sowohl politisch als auch in anderen Bereichen sehr aktiv war, ist die Marke des Unternehmens stark mit ihm verankert.

Das Unternehmen fokussiert sich bei den Kunden auf regionale, mittelgrosse Unternehmen. Es bietet verschiedene Dienstleistungen an, wovon Revision, Steuern, Recht und Immobilienverwaltung hervorgehoben werden können.

Das Unternehmen hat insgesamt sieben Mitarbeiter beschäftigt und es hat seinen Firmensitz im eigenen Gebäude.

### **5.1.2 Bedingungen des Verkaufs**

Dem Unternehmer war es in diesem Verkauf sehr wichtig, eine „gute Lösung“ für „sein Lebenswerk“ zu finden. Deshalb war es nicht sein Ziel, das Unternehmen dem erst besten mit dem grössten Angebot zu verkaufen.

Als weiterer Punkt ist zudem zu erwähnen, dass der Verkäufer einige seiner Kunden weiter bedienen wollte. Deshalb hat er als unumgängliche Verkaufsbedingung ein Office-Büro innerhalb des zum Unternehmen gehörenden Gebäudes ausbedungen. Nicht zuletzt war unerlässlich, dass der Verkäufer weiterhin auf die Dienste der Sekretärinnen zurückgreifen durfte.

Dem Käufer waren mehrere Punkte wichtig. Einerseits musste der Verkäufer sich dazu verpflichten, die Kundenloyalität durch den ganzen Prozess des Verkaufs und darüber hinaus zu fördern. Ferner war es dem Käufer wichtig, einen sogenannten „Schlüsselmitarbeiter“, welcher über den Grossteil der Geschäftskunden orientiert war, auch nach dem Verkauf an das Unternehmen zu binden. Um diesen Schlüsselmitarbeiter entsprechend zu motivieren, wurde er in die Transaktion eingebunden, indem ihm ein Aktienanteil angeboten wurde.

### 5.1.3 Bewertungsmodell<sup>489</sup>

Für den Verkäufer war lediglich ein einfaches Bewertungsmodell akzeptabel. Basierend auf seiner über 40-jährigen Berufserfahrung wählte er ein Multiple-Modell mit einer Anpassung hinsichtlich des Substanzwertes des Unternehmens. Der total prognostizierte Umsatz der nächsten Perioden<sup>490</sup> wurde im Goodwill berücksichtigt. Als ein adäquates Multiple hat der Verkäufer eines zwischen 60-80%<sup>491</sup> des prognostizierte Umsatzes herangezogen. Die nachfolgende Formel wurde anschliessend verwendet, um den Preis für das Unternehmen zu berechnen:

$$\begin{aligned} \text{Preis} &= \text{Nettoaktiven} + \text{Goodwill} \\ &= (\text{Nettoaktiven} + \text{stille Reserven} - \text{latente Steuern}) + 60\% \text{ des prognostizierten} \\ &\quad \text{Umsatzes} \end{aligned}$$

**Abbildung 20:** Bewertungsmethode von Unternehmen A<sup>492</sup>

Diese Bewertungsmethode lehnt sich sehr stark an die durch die Eidgenössische Steuerverwaltung (EStV) publizierte Bewertungsmethode für Unternehmen ohne Marktpreis an.<sup>493</sup>

<sup>489</sup> Die Bewertung darf generell nur auf bereinigten Zahlen vorgenommen werden. Die Bilanz und Erfolgsrechnung müssen dabei frei von stillen Reserven und anderen unüblichen Transaktionen sein. Deshalb ist in einem ersten Schritt zuerst die Basis der Berechnung anzupassen.

<sup>490</sup> Unübliche Umsätze in der letzten Periode wurden abgezogen. Im Weiteren wurden auch die Umsätze derjenigen Kunden, welche der Verkäufer weiterhin bedient, abgezogen.

<sup>491</sup> Der Verkäufer hat in vergangenen Transaktionen oftmals 100% als richtigen Goodwill herangezogen. Für den Verkauf seines Unternehmens hat er allerdings vertiefte Recherchen vorgenommen und auch mit Branchenkollegen gesprochen. Er hat anschliessend herausgefunden, dass das Premium nicht mehr als 60-80% für einen fairen Preis sein sollte. Wie bereits in früheren Kapiteln aufgezeigt, entspricht dies ungefähr dem Abschlag für KMU's von 25-45%.

<sup>492</sup> Eigene Darstellung.

<sup>493</sup> vgl. Dazu ebenfalls <http://www.estv.admin.ch/d/dbst/dienstleistungen/kurslisten/wegleit.pdf>

### **5.1.4 Analyse des Bewertungsmodells und Lessons Learned**

Folgende Gründe führten dazu, dass die Bewertungsmethode gewählt wurde:

- sehr einfaches Modell
- Der Unternehmer hat den Gewinn des Unternehmens meist über das Gehalt gesteuert. Zudem liess er diverse Privatarbeiten durch das Personal erledigen. Der Gewinn war deshalb nicht aussagekräftig.

Gemäss den Ausführungen des Käufers und des Verkäufers war vorallem entscheidend, dass die Kundenbasis sehr loyal ist. Die meisten Unternehmen sind auch weiterhin als Kunden beim Käufer verblieben. Einer der wichtigsten Gründe dafür ist wohl, dass die meisten Mitarbeiter des Unternehmens weiterhin für den Käufer arbeiten.

## **5.2 Fallbeispiel 2: Treuhandunternehmen B**

### **5.2.1 Ausgangslage von B und Bedingungen des Verkaufs**

Das Treuhandunternehmen B wurde vor beinahe dreissig Jahren gegründet. Es hat sehr viele Kunden, welche zehn resp. 15 Jahre dem Unternehmen treu und loyal gegenüber stehen.

Die Struktur des Unternehmens ist etwas differenzierter als beim Unternehmen A, da vor dem Verkauf bereits drei weitere Partner zu je 25% beteiligt waren. Deshalb ist die Identifikation des Patrons mit dem Unternehmen etwas geringer ausgeprägt als beim Unternehmen A. Das Unternehmen fokussiert sich bei den Kunden – wie Unternehmen A – auf regionale und mittelgrosse Betriebe. Es bietet dabei eine Reihe von Dienstleistungen an, wovon Revision, Steuern, Recht und Beratungen herausgehoben werden können. Das Unternehmen beschäftigt rund 16 Mitarbeiter.

Die Verkaufsbedingungen innerhalb der Transaktion waren ähnlich denjenigen des Unternehmens A. Zusätzlich musste allerdings der neue Partner von den Bisherigen akzeptiert werden. Dafür wurde ein Aktionärsbindungsvertrag umgesetzt resp. mit dem neuen Partner bestätigt. Was ebenfalls als Szenario einkalkuliert wurde, war ein möglicher Hinschied eines der bisherigen Partner innerhalb der Übergabephase, welcher dann zu einem tieferen Kaufpreis geführt hätte.

### 5.2.2 Bewertungsmodell und Lessons Learned

Das Bewertungsmodell ist etwas anders als beim Unternehmen A. Das verwendete Modell kann folgendermassen zusammengefasst werden:

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Goodwill} + \text{Nettoaktiven}}{3} + \text{nicht operatives Kapital}$$

**Abbildung 21:** Bewertungsmethode von Unternehmen B<sup>494</sup>

Der Ertragswert wurde mittels der letzten drei Jahre ermittelt. Dabei wurde der aktuelle Ertrag dreimal, der letztjährige zweimal und der vorletztjährige einmal gewichtet. Damit wird eine gewisse Glättung erzielt, sofern wesentliche Schwankungen der Erträge vorhanden sind. Für den Goodwill wurden zusätzlich 80% des eben berechneten Ertragswertes berücksichtigt.<sup>495</sup> Diese Methode ist sehr ähnlich der Schweizer Methode. Das Resultat und im Speziellen die Bewertung des Goodwills war hier die Knacknuss. Wie es der Verkäufer treffend formulierte, ist nicht die Bewertung an sich, sondern die Erläuterung der Annahmen bezüglich Kunden, Mitarbeitern und Wissen, und wie diese miteinander interagieren, sehr entscheidend.<sup>496</sup>

<sup>494</sup> Eigene Darstellung.

<sup>495</sup> Der Verkäufer erwähnte, dass in der Vergangenheit jeweils 100% als Goodwill bezahlt wurde. Wären 100% herangezogen worden, wäre die Formel gleich wie die Schweizer Methode.

<sup>496</sup> Aus Interview mit Verkäufer B.

### 5.3 Fallbeispiel 3: Treuhandunternehmen C

Die Ausgangslage des Unternehmens C war etwas anders gelagert als bei den Unternehmen A und B. Im Treuhandunternehmen C (16 Mitarbeiter) war die Nachfolgeregelung klarer, da das Unternehmen einem Eigentümer gehörte, der es seinem Sohn weitergegeben hat. Da jedoch der Sohn zwei Geschwister hat, musste der Verkauf auf Basis von Marktwerten vollzogen werden. Der Sohn hat den Kauf über eine Akquisitionsholding getätigt, da ein Grossteil des Kaufpreises fremdfinanziert werden musste. Das Fremdkapital wird laufend via Dividendenausschüttungen der operativen Gesellschaft getilgt.

Ausgangslage für die Bewertung der Gesellschaft war der Ertragswert. Es wurden hierfür die letzten drei Jahre herangezogen und die Annahme vertreten, dass auch die Zukunftsentwicklung dieselbe sein werde. Auch die stillen Reserven sind unter Berücksichtigung der latenten Steuern eliminiert worden. Die Transaktion erforderte im Weiteren die Beseitigung von einmaligen Effekten resp. Effekten aufgrund von Alleineigentumsbesitz.<sup>497</sup> Die Abschreibungen der letzten 10 Jahre ersetzte man durch kalkulatorische Werte, um ein betriebswirtschaftliches Bild zu erhalten. Der Geschäftsführerlohn wurde ebenfalls angepasst. Damit ergab sich eine normalisierte Erfolgsrechnung, welche für die Prognose der zukünftigen Ertragslage massgeblich war. Der so zustande gekommene Ertrag kapitalisierte man anschliessend mit dem WACC. Dieser ist nach Massgabe der herrschenden Lehre berechnet worden. Schlussendlich wurde der WACC jedoch etwas gesteuert, damit er nicht unrealistisch ausfiel.

Die Bewertung der Unternehmung ist mittels der Praktikermethode vorgenommen worden. Der ermittelte Ertragswert wurde doppelt, der Substanzwert der Gesellschaft einfach gewichtet.

---

<sup>497</sup> Dies können beispielsweise Kosten sein, welche eine Eigentümerschaft nicht als betrieblich betrachtet (Bspw. Miete Büroraum im eigenen Heim etc.).

Das Besondere an diesem Fall war der Verkauf vom Vater an den Sohn. Die Bewertung ging anschliessend sehr schnell über die Bühne, was auf die Bewertungsmethode Einfluss hatte. Es wurden deshalb nicht alle Überlegungen vorgenommen, welche gemäss Theorie hätten gemacht werden können. Dies wäre im vorliegenden Fall wohl nicht zielführend gewesen. Steuerliche Aspekte (Vater/Sohn) resp. auch die Einfachheit der Bewertung standen im Vordergrund.

## **5.4 Fallbeispiel 4: Unternehmen aus der Werbebranche**

Bei der Bewertung der Gesellschaft wurde von zwei verschiedenen Ansätzen ausgegangen. Ansatz 1 entspricht dem gemäss Unternehmenseignern realistisch zu erzielenden Marktwert resp. dem Verkaufspreis, welcher ein Dritter bereit wäre zu bezahlen. Ansatz 2 ist jener Wert, welcher in einem internen Beteiligungsverhältnis, in welchem noch andere Kriterien anzuwenden sind, einzusetzen wäre.

### **Ansatz 1: Gesamtverkauf an einen Dritten**

Bei der Festlegung des Marktwertes wurde vom Umsatz ausgegangen. Dieser wurde als entscheidendes Element für die Bewertung gesehen. Dabei wurden der Umsatz der letzten drei Jahre und der im aktuellen Jahr voraussichtlich zu erzielende herangezogen. Der Umsatz im aktuellen Jahr wurde doppelt gewichtet.

Jahr	Wert (Beispiel)
20X1	100'000
20X2	150'000
20X3	150'000
20X4 (prognostiziert)	200'000
20X4 (prognostiziert)	200'000
<b>Total (dividiert durch 5)</b>	<b>160'000</b>

**Tabelle 7:** Umsätze<sup>498</sup>

In der Branche wird gemäss Verkäufer als Usanz der halbe aus der Umsatzwertmethode berechnete Wert als minimal zu erzielender Marktpreis betrachtet. Der Wert der Unternehmung wird dadurch erhöht, dass es sich beim Unternehmen um eine feste und anerkannte Grösse im Markt handelt. Die Turbulenzen in den letzten Jahren konnten gerade deshalb ohne grössere Verluste überstanden werden. In dieser Zeit wurden auch sämtliche Altlasten bereinigt.

Diese Berechnung ergab einen ungefähren Wert (Verhandlungsbasis) gegenüber Dritten. In Anbetracht der Wirtschaftssituation und unter Abwägung der nach wie vor günstigen Kapitalmarktsituation wurde der Wert der Gesellschaft nochmals etwas angepasst.

Bei der obigen Berechnung wurde davon ausgegangen, dass der bisherige Eigentümer nach dem Verkauf innerhalb einer absehbaren Zeit aus der Firma ausscheidet (Zeithorizont maximal 1 Jahr) und dass die Aktienmehrheit per sofort an den Käufer übergeht.

## **Ansatz 2: Beteiligung von Kadermitarbeitern**

Bei der Beteiligung von Kadermitgliedern in einer Gesellschaft ist grundsätzlich ein tieferer Wert anzuwenden, da andere Faktoren, wie die langfristige Sicherung der Nachfolge respektive eine emotional verstärkte Anbindung wichtiger Kadermitarbeiter an die Unternehmung, im Vordergrund stehen. Der bisherige Eigentümer blieb nach wie vor mit der Mehrheit der Aktien der Firma erhalten. Der Vorschlag basierte deshalb auf einer dynamischen Bewertungsmethode

<sup>498</sup> Eigene Darstellung.

(Kombination von Praktiker- und Umsatzwertmethode), bei welcher folgende Kriterien angewendet wurden:

Basis für die Berechnung:

- revidierter Abschluss 20X0
- revidierter Abschluss 20X1
- revidierter Abschluss 20X2
- hochgerechneter Umsatz 20X3 auf der Basis des revidierten Zwischenabschlusses per XX.XX.20X3

Die untenstehenden Kriterien wurden wie folgt gewichtet:

Ertragswert:           doppelt

Substanzwert:       einfach

Umsatzwert:         doppelt

Die Berechnung ergab einen Wert, welcher auf eine Aktie heruntergebrochen wurde. Es erfolgte erneut eine entsprechende Anpassung aufgrund der allgemeinen Wirtschaftslage und der günstigen Kapitalmarktsituation.

Im Unterschied zu Ansatz 1 wurde die Annahme vertreten, dass der Besitzer noch längere Zeit die Mehrheit der Aktien halten und auch operativ die Unternehmung unterstützen würde. Ebenfalls sollte ein Aktionärsbindungsvertrag die weiteren Entwicklungsmöglichkeiten der Eigentumsverhältnisse abbilden und der Weiterverkauf an Dritte mit dem Vorkaufsrecht für die jetzigen Eigentümer erschwert werden.

## 5.5 Fallbeispiel 5: Bewertung einer Anwaltskanzlei

Wie bereits in Kapitel 4 erläutert, ist die Bewertung von Rechtsanwaltskanzleien in der Literatur bereits mehrfach abgedeckt. In der Realität, gerade wenn es sich um Kleinstkanzleien (5-10 Mitarbeiter inkl. Partner) handelt, finden sich jedoch meist andere Bewertungsansätze. Es stehen andere Aspekte im Vordergrund, welche auf den ersten Blick nicht erkennbar sind. Beispielsweise zeichnet die Grösse einer Praxisgemeinschaft diese aus, da ein grösseres Unternehmen die Stellvertretung bei Abwesenheiten geregelt sieht. Auch können intern Spezialfragen abgeklärt werden, was ansonsten nur durch Verbindungen zu Partnerbüros erreicht wird. Diese Verbindungen sind dem Kunden allerdings in aller Regel nicht bekannt.

Ein weiterer wichtiger und nicht zu vernachlässigender Aspekt ist die Möglichkeit eines Anwaltes, unselbständig erwerbstätig zu sein – sei dies in einer Praxisgemeinschaft als angestellter Anwalt oder aber auch in öffentlich-rechtlichen Körperschaften.

Auf Grundlage dieser Voraussetzungen erstaunt es nicht, dass bei Einkäufen in eine Praxisgemeinschaft kaum mehr als der Substanzwert für die Infrastruktur bezahlt wird. Grössere Anwaltskanzleien können von dieser Annahme abweichen, kleinere hingegen eher nicht. Im vorliegenden Praxisfall, bei welchem die Kanzlei rund 8 Mitarbeiter hatte, wurde ebenfalls lediglich ein Pro Memoria Substanzwert bezahlt, welcher jedoch (vertraglich geregelt) bei einem Austritt wieder zurückbezahlt worden wäre. Anhand dieses Beispiels zeigt sich, dass hier der Substanzwert eine bedeutende Rolle spielt.

Der Markt der Anwälte ist stark reguliert, sodass jährlich lediglich eine kleine Anzahl von neuen Anwälten die Zulassung erhält. Diese Anwälte haben sehr viele Optionen, welche sie nutzen können. Dies mag mitunter ein Grund sein, weshalb lediglich der Substanzwert bezahlt wird. Eine andere Erklärung wäre auch, dass im Anwaltsberuf die Kundenbeziehung enorm auf Vertrauen aufbaut und deshalb bei einem Verkauf nicht davon ausgegangen werden kann, dass der Mandant beim Käufer bleibt.

## 5.6 Fallbeispiel 6: Bewertung einer Arztpraxis

Die Bewertung einer Arztpraxis erscheint auf den ersten Blick einfach. Setzt sich die Bilanz aus diversem Betriebsvermögen zusammen (u.a. in sehr kapitalintensiven Praxen), ist der Substanzwert der Ausgangspunkt. Bei der Ertragswertberechnung dürfte bis auf die Bestimmung des angemessenen Lohnes ebenfalls keine grösseren Probleme auftreten. Der Lohn darf dabei nicht pauschal festgelegt werden, sondern muss den tatsächlichen Verhältnissen individuell angemessen sein.<sup>499</sup> Auch ist für das betriebsnotwendige Vermögen ein entsprechend korrekter Abschreibungsbedarf zu ermitteln. Gerade bei sehr kapitalintensiven Arztpraxen ist diesem Sachverhalt in der Planung der Unternehmensbewertung genügend Rechnung zu tragen.

Nachdem im ersten Schritt diese Positionen bereinigt wurden, war im Rahmen der Analyse die Bewertungsmethode festzulegen. Dabei stand als erstes im Vordergrund, dass es sich um eine hochprofitable Praxis handelte. Ein Ertragswertmodell war aufgrund des verhältnismässig tiefen Anlagewertes zu bevorzugen.

Ähnlich den vorangegangenen Beispielen war die Nachfolgeplanung und Weiterführung der Arztpraxis auch im vorliegenden Fall entscheidend. Deshalb lässt sich auch erklären, weshalb in der Phase der Preisfindung ein tieferer Diskontfaktor gewählt wurde und allfällige nicht betriebsnotwendige Substanz nicht ausgeklammert wurde. Auch war letztlich dem Verkäufer wichtiger, dass die Arztpraxis einen guten Nachfolger hatte und deshalb stand der Verkaufspreis nicht im Vordergrund.

---

<sup>499</sup> vgl. Knief, 2011.

## 5.7 Fallbeispiel 7: Versicherungstreuhandunternehmen

Ein weiteres Fallbeispiel war ein Versicherungstreuhandunternehmen (Aktiengesellschaft), welches in einer Partnerstruktur organisiert war. Das Unternehmen beschäftigte rund 19 Mitarbeiter. Ziel der Gesellschaft war dabei, nicht mehr als 5 Partner zu beschäftigen.

Bei jedem Wechsel eines Partner stellen sich dabei Bewertungsfragen. Partner sind mitarbeitende Gesellschafter, welche sich als Mandatsleiter während einer bestimmten Zeit im Unternehmen bewährt haben.<sup>500</sup> Ein Mandatsleiter erhält einen Kundenstamm mit einem bestimmten jährlichen Prämienvolumen. Dazu kommen entsprechende Courtagen von BVG-Verträgen. Daraus setzt sich der Lohn zusammen. Bewährt sich der Mitarbeiter, hat er in den darauffolgenden Jahren die Möglichkeit Aktienpakete zu erwerben.

Der Aktienpreis wurde gemäss interner Bewertung und Aktionärsbindungsvertrag definiert. Er setzte sich folgendermassen zusammen:

$$\begin{aligned}
 \text{Wirklicher Wert} &= \text{Substanzwert} + \text{Goodwill} \\
 &= \text{Aktienkapital} \\
 &+ (\text{stille/offene Reserven} - \text{Eventualverbindlichkeiten}) * (1 - 25\%<sup>501</sup>) \\
 &+ \text{Anteil Goodwill Kundenstamm}<sup>502</sup>
 \end{aligned}$$

Um den Wert der Aktie zu erhalten, musste der wirkliche Wert durch die Anzahl Aktien geteilt werden. Bei einem Versicherungstreuhänder sind viele Verträge langanhaltend, weshalb die Berechnung eines Goodwills anhand des Umsatzes seine Berechtigung findet. Dessen ungeachtet zeigte auch dieses Beispiel, dass die Bewertungsmethode durch Einfachheit und Verständlichkeit glänzte.

<sup>500</sup> In der Regel 2 Jahre.

<sup>501</sup> Steuern mit 25% festgelegt.

<sup>502</sup> 50% des durchschnittlichen Nettojahresumsatzes der vergangenen fünf Jahre aus Courtagen und 25% aus Provisionen (ohne Beratungshonorare).

## 5.8 Zusammenfassung der Transaktionen aus der Praxis

An dieser Stelle werden die erwähnten Fallbeispiele zusammengefasst. Obwohl diese aufgrund der tiefen Anzahl von Fallbeispielen keinen Anspruch auf wissenschaftliche Signifikanz erheben, sind trotzdem einige Erkenntnisse daraus ersichtlich.

Fallbeispiel	Besonderheiten	Kapitalisierungssatz	Bewertungsmethode
Treuhandunternehmen A	- langjährige loyale Kundenstruktur - exponierte Persönlichkeit als Verkäufer - gute Nachfolgelösung wichtiger als Preis	n/a	= Nettoaktiven + Goodwill = Nettoaktiven + stille Reserven - latente Steuern + 60% progn. Umsatz
Treuhandunternehmen B	- langjährige loyale Kundenstruktur - beteiligte Partner müssen Kauf zustimmen - Passender Partner wichtiger als Preis	WACC	= ((Ertragswert + Goodwill+Nettoaktiven)/3) + nicht operatives Kapital
Treuhandunternehmen C	- Vater/Sohn-Verkauf (2 Geschwister nicht beteiligt) - Einfache Methode	WACC (vereinfacht)	Praktikermethode
Werbeunternehmen	- Unterscheidung in Gesamtverkauf und Verkauf an Mitarbeiter - passende Lösung wichtiger als Preis	üblicher Diskontsatz für Branche	Kombination von Praktiker- und Umsatzwertmethode
Anwaltskanzlei	- Anwaltskanzlei mit wenigen Anwälten - Umsatz stark von Anwalt abhängig (Vertrauen)	n/a	Substanzwertmethode
Arztpraxis	- gute Nachfolgelösung wichtig - Preis nicht entscheidend	WACC, jedoch etwas tieferer Wert genommen	Ertragswertmethode + nicht betriebsnotwendiges Kapital
Versicherungstreuhand	- 5 Partner - Gute Lösung wichtiger als Preis - neue Partner i.d.R. zuerst langjährige Mitarbeiter des Unternehmens	n/a	Substanzwert + Goodwill

**Abbildung 22:** Vergleich Unternehmensbewertungen aus der Praxis<sup>503</sup>

Wie aus den vorgestellten Praxisfällen ersichtlich, sind die angewendeten Bewertungsmethoden sehr einfach und zukünftige<sup>504</sup> Unternehmenswerte (Umsatz, Gewinn, Cash Flows) haben eine weniger grosse Bedeutung für die Bewertung dieser KMU-Unternehmen. Im Weiteren ist die Bewertung bei sämtlichen vorliegenden Fällen nur die eine Seite der Medaille. Andere Faktoren waren wichtiger als die spezifischen Berechnungen des Unternehmenswerts.

Wie auch der Verkäufer des Unternehmens A es ausdrückt: „Firmen investieren meist zu viel Zeit in die Bewertung des Unternehmens. Was jedoch entscheidender und viel wichtiger ist, ist sich einmal Zeit zu nehmen, um sich über die richtigen Werttreiber (Value Drivers) des Unternehmens Gedanken zu machen.“ Der Unternehmenswert ist nicht nur das Resultat eines Bewertungsmodells und damit eine spezifische Zahl. Dass viele Unternehmer eine gute

<sup>503</sup> Eigene Darstellung.

<sup>504</sup> Im Gegensatz zu gegenwärtigen und vergangenen Zahlen.

Nachfolgelösung in den Vordergrund stellen, zeigt sich beispielsweise auch beim Versicherungstreuhänder, welcher in den Aufbau eines neuen Partners sehr viel Zeit investiert. Dieser Teil der Unternehmensnachfolge ist den Unternehmern deutlich wichtiger als dies eine einzelne Zahl zum Ausdruck bringen kann. Auch Bucher<sup>505</sup> erwähnt, dass er einmal ein sehr hoch „sophistiziertes“ Bewertungsmodell für ein Unternehmen erstellt habe, welches alle Faktoren berücksichtigt habe. Es sei nun einige Zeit vergangen und er würde nicht mehr denselben hoch-„sophistizierten“ Bewertungsansatz wählen. Er würde im Gegenteil sogar ein wesentlich einfacheres Bewertungsmodell bevorzugen, welches mehr auf einem gemeinsamen Verständnis der Value Drivers beruht als auf der Transaktion selber. Wie es auch Hail und Conrad<sup>506</sup> treffend formulieren, sollte die Bewertung lediglich das obere und untere Limit des Preises festlegen.

Dies führt zur Schlussfolgerung, dass die Bewertung von Unternehmen lediglich ein Teil der ganzen Transaktion ist. Ein anderer – für das Unternehmen und die Mitarbeiter, welche sich mit der Bewertung befassen – viel wichtiger Punkt ist der Fokus auf die Value Drivers des Unternehmens.

---

<sup>505</sup> Aus Interview mit Markus Bucher, Partner Advisory, PwC Zürich.

<sup>506</sup> vgl. Luzi, 2002, S. 573.

# 6. Rechtsprechung

## 6.1 Einleitung

In der Rechtsprechung sind verschiedene Situationen anzutreffen, welche in Bewertungsfragen münden. Welchen Einfluss die Rechtsprechung auf Bewertungsfragen hat, ist auf den ersten Blick nicht klar ersichtlich. Die nachfolgenden Kapitel versuchen Gerichtsentscheide aus verschiedenen Blickwinkeln zu betrachten, wodurch Einblick in den Prozess der Bewertung aus Sicht eines Richters verschafft werden soll.

Wie in den vorherigen Kapiteln aufgezeigt, erfreut sich die Bewertung von Unternehmen vor allem bei Mergers & Acquisitions oder bei Nachfolgeregelungen besonderer Beliebtheit. Aber dies sind nicht die einzigen Fälle, bei denen Bewertungen angewendet werden. Im Schweizerischen Recht gibt es sehr viele Bereiche mit Bezug zu Unternehmensbewertungen. Es kommt deshalb öfters vor, dass Gerichte über Bewertungsfragen entscheiden müssen. Obwohl es eine Fülle von Gerichtsentscheiden gibt, steht das Thema bei Forschern nicht an erster Stelle, weshalb auch wenig Literatur zu diesem Thema vorhanden ist.<sup>507</sup>

Kapitel 6.2 gibt einen Überblick, welche Artikel im Schweizerischen Recht einen Bezug zu Bewertungen haben und welche Literatur bei den einzelnen Entscheiden verwendet resp. angewendet wurde. Es wird aufgezeigt, welche Literatur dem Richter dienlich ist und wie der Richter ein Unternehmen bewertet hat.

Im zweiten Teil des Kapitels 6.2 soll dem Leser ein Überblick über das methodische Verfahren eines Richters gegeben werden. Mit diesem Hintergrund wird aufgezeigt, wie ein Gericht die verfügbaren Daten analysiert und was es für Bewertungen zu berücksichtigen hat.

---

<sup>507</sup> Oft findet man Gerichtsentscheide, worin Bezüge auf andere Gerichtsfälle oder Literatur zu finden sind. Eine Analyse, welche Bewertungsmodelle wo und weshalb angewendet wurden, ist zurzeit nicht vorhanden.

Im darauffolgenden Kapitel wird ein Kurzüberblick über Rechtsgebiete mit Bewertungsfragen gegeben und erläutert, welche Gedanken hinter den Bewertungsfragen stecken.

Diese Fragestellungen münden in die Formulierung von Hypothesen, auf welchen die Forschungsfragen für den Bereich der Gerichtsentscheide abzielen. Anschliessend wird die Methodologie der Analyse vorgestellt. Im Kapitel 6.3 werden die Gerichtsentscheide analysiert und Kapitel 6.4 endet mit einer kritischen Würdigung.

## **6.2 Literatur in der Forschung**

Der Leser soll nachfolgend einen Überblick darüber erhalten, welche Literatur für Richter vorhanden ist und wie er vorgeht, um ein Unternehmen zu bewerten.

### **6.2.1 Analyse der juristischen Literatur zu Bewertungsfragen**

Seit der Einführung des Obligationenrechts im Jahre 1881 hat sich dieses grundlegend verändert,<sup>508</sup> wurden nämlich ab 1991 bereits drei Aktienrechtsreformen vorgenommen. Aufgrund dieser Tatsache kann angenommen werden, dass auch in der Anwendung der Bewertungsmethoden in der Gerichtspraxis eine Wandlung stattgefunden hat. Obwohl viele Gesetzesartikel Bewertungsfragen implizit beinhalten, haben die letzten Gesetzesrevisionen auf die Bewertungen keinen grossen Einfluss<sup>509</sup> gehabt. Vor diesem Hintergrund ist es möglich, die Bewertungen von Unternehmen sowohl anhand früheren als auch aktuellen Gerichtsentscheiden vorzunehmen.

---

<sup>508</sup> vgl. Böckli, 2009, S. 1051.

<sup>509</sup> Indirekte Effekte werden hierbei ausgeklammert, wie bspw. durch die Vereinfachungen aufgrund des Fusionsgesetzes etc.

---

Es findet sich in der Literatur über das Obligationenrecht und insbesondere über das Aktienrecht eine Reihe von Beiträgen zur Bewertung von Unternehmen.<sup>510</sup> Böckli<sup>511</sup> und Honsell<sup>512</sup>, aber auch das für Wirtschaftsprüfer relevante “Schweizer Handbuch für Wirtschaftsprüfung”<sup>513</sup> zählen zu den massgeblichen Autoren bzw. zu den Standardwerken auf diesem Themengebiet.<sup>514</sup> Die Autoren interpretieren meist die Gesetzesartikel, finden jedoch kaum Platz für spezifische Bewertungsthemen, obwohl sie oftmals bei den juristischen Überlegungen mitspielen.

Auch ein Blick über die Grenze nach Deutschland zeigt ein ähnliches Bild. Moxter<sup>515</sup> hat entsprechende Werke für Deutschland herausgegeben, fokussiert jedoch nicht nur auf den juristischen Teil. Auch in seinen Arbeiten überlässt er das Thema der Bewertungen grösstenteils der bisherigen Literatur. Die Werke der juristischen Literatur lehnen sich deshalb stark an die Literatur und Theorie der Bewertungsmethoden an (wie bspw. DCF), setzen sich damit aber nicht auseinander.<sup>516</sup>

In der Schweiz wird das Verfahren der Bewertung in diversen Quellen angesprochen. Helbling<sup>517</sup> unterscheidet zwischen dem Arbitriumwert<sup>518</sup> und dem Entscheidungswert. Während der erste Wert die Funktion als Mediator oder Konfliktlöser einnimmt, fokussiert der zweite eher auf die Beratungsfunktion.<sup>519</sup> Die Differenzierung ist entscheidend und kann zu sehr divergenten Werten führen. Während beim Schiedsverfahren ein Kompromiss oder eine Lösungsfindung im Vordergrund steht, sind für den Berater Maxima- und Minima-Forderungen entscheidender. Zurückkommend auf die Ausgangslage in diesem Kapitel versteht sich, dass der Richter in der Regel auf den Schiedswert abstellen muss.

---

<sup>510</sup> vgl. bspw. Böckli, 2009; Basler Kommentar, 2008 uvm.

<sup>511</sup> vgl. Böckli, 2009.

<sup>512</sup> vgl. Honsell, 2008.

<sup>513</sup> vgl. Kommission für Wirtschaftsprüfung der Treuhandkammer, 2009.

<sup>514</sup> Weitere Quellen wären etwa die Bände des Zürcher oder Berner Kommentars.

<sup>515</sup> vgl. Moxter, 1999.

<sup>516</sup> vgl. Böckli, 2009, S. 1060.

<sup>517</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735.

<sup>518</sup> Schiedswert.

<sup>519</sup> vgl. Helbling, 2002, S. 735ff.

Aufgrund der Unterscheidung zwischen Schiedswert und Entscheidungswert ist es augenscheinlich, dass in Gerichtsentscheiden teilweise auch andere Bewertungen resp. Werte eines Unternehmens im Vordergrund stehen. Der Preis, welcher via Bewertungsmethode berechnet wird, kann durch individuelle Verhältnisse und das Ermessen des Richters deutlich beeinflusst werden.

Nachfolgend werden verschiedene Gerichtsentscheide näher untersucht. In einem ersten Schritt soll auszugsweise aufgezeigt werden, welche Gesetzesartikel mit Bewertungen in Zusammenhang gebracht werden können.

Gesetzes- artikel	Beschreibung
Art. 120/196ff. ZGB	<b>Eherecht:</b> Güterrechtliche Auseinandersetzung
Art. 211 ZGB	<b>Güterrecht/Eherecht:</b> Bei der Güterrechtlichen Auseinandersetzung sind die Vermögensgegenstände zu ihrem Verkehrswert einzusetzen.
Art. 630 ZGB	<b>Erbrecht:</b> Festlegung einer Ausgleichssumme
Art. 530 OR	Einfache Gesellschaft
Art. 580 OR	<b>Kollektivgesellschaft:</b> Festsetzung des Betrages, welcher ein ausscheidender Gesellschafter erhält
Art. 670 OR	<b>Aktiengesellschaft:</b> Aufwertung von Grundstücken oder Beteiligungen zum wirklichen Wert
Art. 685b OR	<b>Aktiengesellschaft:</b> nicht börsenkotierte Namenaktien können zum "wirklichen Wert" übernommen werden.
Art. 3 FusG ff. insb. Art. 7 FusG	Für Gewährung der Stimmrechte und des bisherigen Anteils. Aktien müssen zum "wirklichen Wert" bewertet werden.
Art. 105 FusG	Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte
Art. 18 DBG	Bewertung von Aktien (Steuerrecht)
Art. 581, 67 I DBG	Unternehmensgewinn, Verlustvortrag

**Abbildung 23:** Gesetzesartikel mit Bezug auf Unternehmensbewertungen / wirklichen Wert<sup>520</sup>

Obwohl die Graphik keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt, zeigt sie die Fülle von Gesetzesartikeln mit Bewertungsbezug deutlich auf. Bewertungen können beispielsweise im

<sup>520</sup> Eigene Darstellung.

Rahmen von Scheidungen, Erbgang, Wahrnehmung des gesetzlichen Austritts-/Ausschlussrechts aus einer Gesellschaft, freiwilliger Austritt aus der Gesellschaft, Abgeltung bei Ablehnung einer Übertragung von Aktien im Zusammenhang mit einer Vinkulierung und Bestimmung einer angemessenen Abfindung bei Umstrukturierungen auftreten.

In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die oben erwähnten Gesetzesartikel und die damit zusammenhängenden Fragestellungen teilweise unterschiedliche Wertberechnungen verlangen. Während beispielsweise Art. 105 FusG eine angemessene Ausgleichszahlung erwähnt, setzt in Art. 580 der Richter den Wert in Berücksichtigung der Vermögenslage der Gesellschaft fest und Art. 685b OR spricht vom wirklichen Wert. Inwiefern bei den gesetzlichen Begriffen „innerer Wert“, „wirklicher Wert“ und „angemessener Wert“ tatsächlich dasselbe verstanden wird, wird auf die Spezialliteratur verwiesen.<sup>521</sup>

Bei der Analyse der Gerichtsentscheide mit Bewertungsbezug müssen andere Aspekte der Rechtsprechung mitberücksichtigt werden. So werden beispielsweise durch das Bundesgericht keine Sachverhaltsfeststellungen überprüft. Ebenfalls zu beachten sind prozessuale Gründe, welche beispielsweise dazu führen, dass eine Herausgabeverweigerung eines Bewertungsgutachtens gestützt wird. Auch obligationenrechtliche Verträge können einen Richter massgeblich beeinflussen. Sofern eine Bewertungsmethode innerhalb eines Aktionärsbindungsvertrages oder in den Statuten festgelegt wurde, wäre jene für einen Richter zwingend anzuwenden. Dementsprechend sind die nachfolgenden Ausführungen unter Berücksichtigung der vorgenannten Punkte zu analysieren.

Wie bereits erwähnt, befasst sich die juristische Standardliteratur lediglich sehr oberflächlich mit den jeweiligen Bewertungsmethoden. Die Frage, wie ein Richter die Bewertung vornimmt oder worauf er insbesondere achtet, wird nicht abgedeckt. Flückiger<sup>522</sup> hat jedoch einige Ansätze und Richtlinien präsentiert.

---

<sup>521</sup> Vgl. bspw. Böckli, 2009.

<sup>522</sup> vgl. Flückiger, 2003.

In der Praxis wird bei KMU-Bewertungen oftmals die Richtlinie zur Bewertung von nicht-kotierten Aktien der Schweizerischen Steuerkonferenz herangezogen.<sup>523</sup> Neuere Ansätze, wie beispielsweise die Wurzeltheorie, worin zukünftige Entwicklungen des Unternehmens berücksichtigt werden, wären ebenfalls möglich,<sup>524</sup> sind in der Praxis jedoch eher selten anzutreffen.

Das Hauptproblem des Richters liegt oft darin, dass die vertraglichen Abmachungen nicht oder nicht hinreichend dokumentiert sind. Wenn die Transaktion beweismässig auf solider vertraglicher Grundlage abgewickelt wurde (inkl. Nennung der Bewertungsmethode), hat der Richter deutlich weniger Probleme, da er sich auf von den Parteien geschaffene Fakten abstützen kann. Wird beispielsweise in Aktionärsbindungsverträgen die Bewertungsmethode zwischen den Parteien bereits vorgängig miteinander geregelt, lassen sich künftige Preisdiskussionen beim Ausscheiden eines Aktionärs grösstenteils vermeiden. Dies ist auch der Grund, weshalb in der Literatur<sup>525</sup> zur Einbindung von Bewertungsmethoden in Verträge geraten wird. Wenn sich die Parteien auf eine Bewertungsmethode geeinigt haben, ist sie für den Richter bindend, da dies der gegenseitige Wille der Vertragsparteien war. Bei der Frage der Stichhaltigkeit einer bestimmten Bewertungsmethode ist der Richter in aller Regel jedoch auf Fachpersonen (Experten) angewiesen.

Um verstehen zu können, wie ein Richter einen Entscheid fällt, werden im nächsten Schritt der Prozess und die Aufgaben des Richters analysiert.

---

<sup>523</sup> vgl. ESTV und Schweizerische Steuerkonferenz (2006).

<sup>524</sup> vgl. Sethe, 2010.

<sup>525</sup> vgl. Vischer, 2010, S. 129.

## 6.2.2 Systematisierung der Gerichtsentscheide

### 6.2.2.1 Generelle Vorgehensweise eines Richters

Bewertungsfragen stellen für den Richter eine besondere Herausforderung dar.<sup>526</sup> Obwohl Bewertungsfragen oftmals nicht zu seinem Spezialgebiet gehören, wird von ihm verlangt, dass er einen sehr spezifischen Sachverhalt mit branchenspezifischem Fachwissen erörtert und darüber einen Entscheid fällt. Der Richter darf jedoch bei Sachverhaltsfragen eine Expertise von einer Fachperson anfordern. Über Rechtsfragen hat er selbst zu entscheiden. Da Sachverhalts- und Rechtsfragen in diesem Thema oft verzahnt sind und sich nicht meist nicht getrennt beurteilen lassen, wird der Richter gezwungen, in Varianten zu denken.<sup>527</sup> Dies birgt jedoch die Gefahr, dass er sein Urteil an den Experten delegiert, mit der Folge, dass nicht der Richter, sondern der Experte den entscheidenden Beitrag zur Urteilsfindung leistet.<sup>528</sup>

Handschin<sup>529</sup> erörtert in seinem Bericht, wie ein Richter mit Fragen der Bewertung umzugehen hat. Als erstes hat der Richter zu erörtern, ob er die Bewertung selbst vornehmen muss oder ob er sie lediglich zu verifizieren hat. Die entscheidende Frage liegt dabei in der Abwägung, ob der Richter den Wert zum Subjekt seiner Entscheidung macht. Andererseits jedoch kann auch das Verfahren oder die Bewertungsmethode vom Richter ins Zentrum gestellt werden.<sup>530</sup> In seinen Ausführungen zeigt er auf, wann der Richter die Bewertung lediglich verifiziert, sie also nicht selber erstellt. Dies ist der Fall, wenn er einen Anspruch beurteilt, welcher nicht von einem Wert, sondern von der Methode der Bewertung abhängt.<sup>531</sup> Beispiele dafür wären der Anspruch eines Investors auf Aktienrückkauf (Art. 80 KAG), der Anspruch eines Investors auf Dividenden oder der Anspruch eines Schuldners aus Gründen der Verantwortlichkeit. Der Richter hat in diesen Fällen vorwiegend darauf zu achten, dass die Bilanz mit der nötigen Vorsicht erstellt wurde; es stehen nicht primär Bewertungsfragen in Diskussion. In diesem Fall

---

<sup>526</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>527</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>528</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>529</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>530</sup> vgl. Handschin, 2010, S. 1.

<sup>531</sup> vgl. Handschin, 2010, S. 2.

beschränkt sich der Richter darauf zu prüfen, ob das Bewertungsermessen, welches die Parteien angewandt haben, pflichtgemäss und richtig ausgeübt wurde.<sup>532</sup> Innerhalb dieses Bewertungsermessens greift der Richter nicht ein.<sup>533</sup>

Auf der anderen Seite ändert sich der Blickwinkel, wenn der Anspruch sich auf einen gewissen Wert oder einen Teil eines Wertes bezieht.<sup>534</sup> Hier muss der Richter sein eigenes Bewertungsermessen festlegen. Der Richter hat vorab das Bewertungsthema, d.h. was zu bewerten ist, festzulegen. Erst in einem zweiten Schritt hat er zu prüfen, ob – im ersten Fall – die angewandte Bewertungsmethode (z.B. Liquidations- oder Fortführungswert; Substanz- oder Ertragswert; wirklicher Wert und Buchwert) im Ermessensspielraum der Parteien lag.<sup>535</sup> Nur wenn der Ermessensspielraum durch die Parteien überschritten wurde, greift der Richter ein und nimmt eine Neuurteilung vor, unter Berücksichtigung der zum Zeitpunkt der Vornahme der Bewertung angewandten Methoden und Usancen.<sup>536</sup> Er darf jedoch vom Bewertungsentscheid nur so weit als nötig abweichen, als es die Wiederherstellung des widerrechtlichen Zustandes erfordert.<sup>537</sup> Im zweiten Fall, in welchem er die Bewertung selbst vornimmt, entscheidet er auch über die anzuwendende Bewertungsmethode. Die Durchführung der Bewertung darf er durch eine Fachperson im Rahmen einer Expertise vornehmen lassen.<sup>538</sup> Im Erbrecht hat der Bundesrat eine eigene Bewertungsrichtlinie herausgegeben.<sup>539</sup> Darin legt das Departement fest, dass der Experte nicht nur die Bewertung kennen muss, sondern dass er genügend fachliche Kompetenz über Bewertungen haben soll. Dies kann auch auf den Richter übertragen werden, welcher zwingend Bewertungen verstehen muss, ansonsten er diese nicht verifizieren, bestätigen oder sogar verwerfen kann.

---

<sup>532</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>533</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>534</sup> vgl. Handschin, 2010, S. 2.

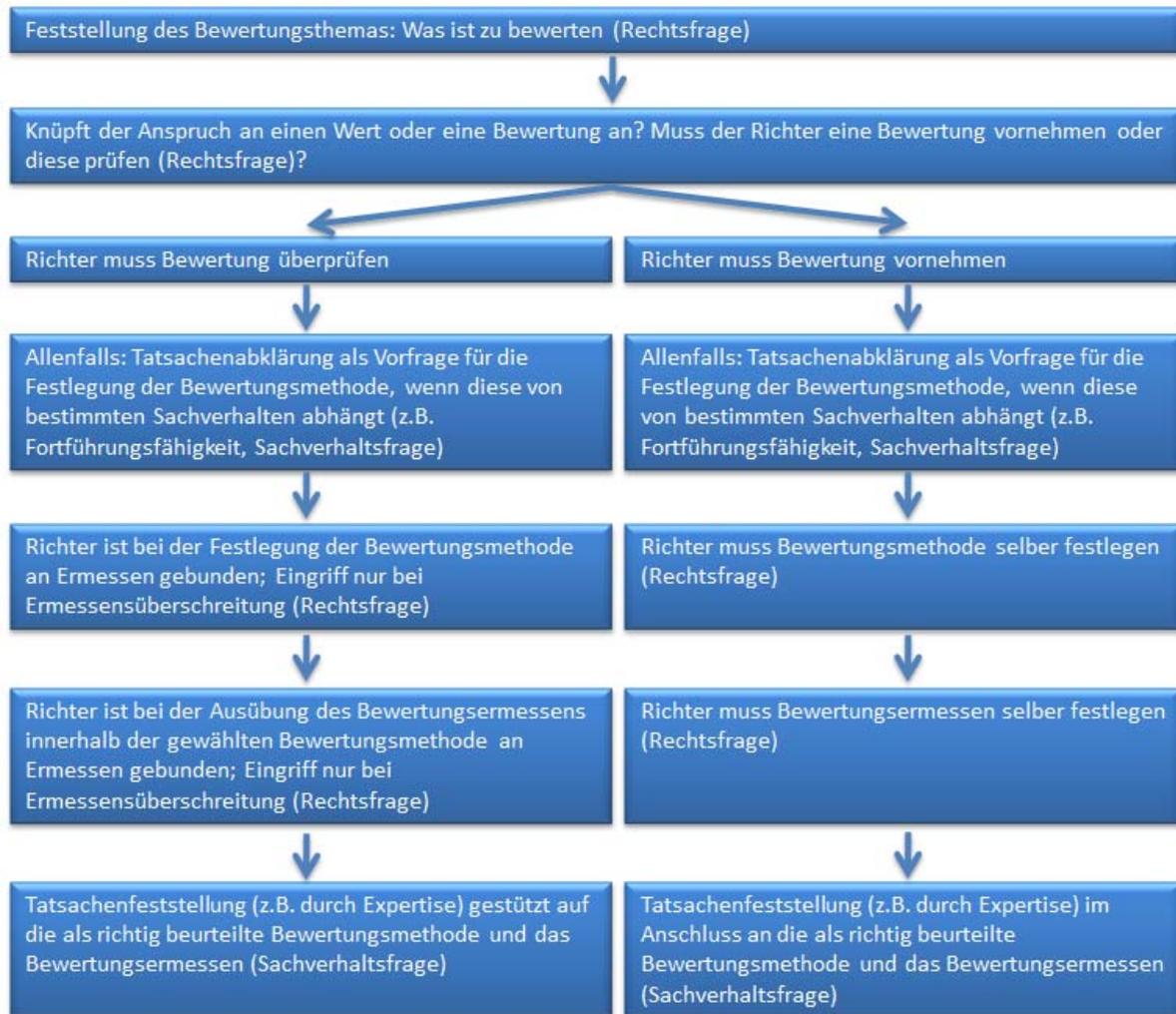
<sup>535</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>536</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>537</sup> vgl. Handschin, 2010.

<sup>538</sup> Vgl. Handschin, 2010.

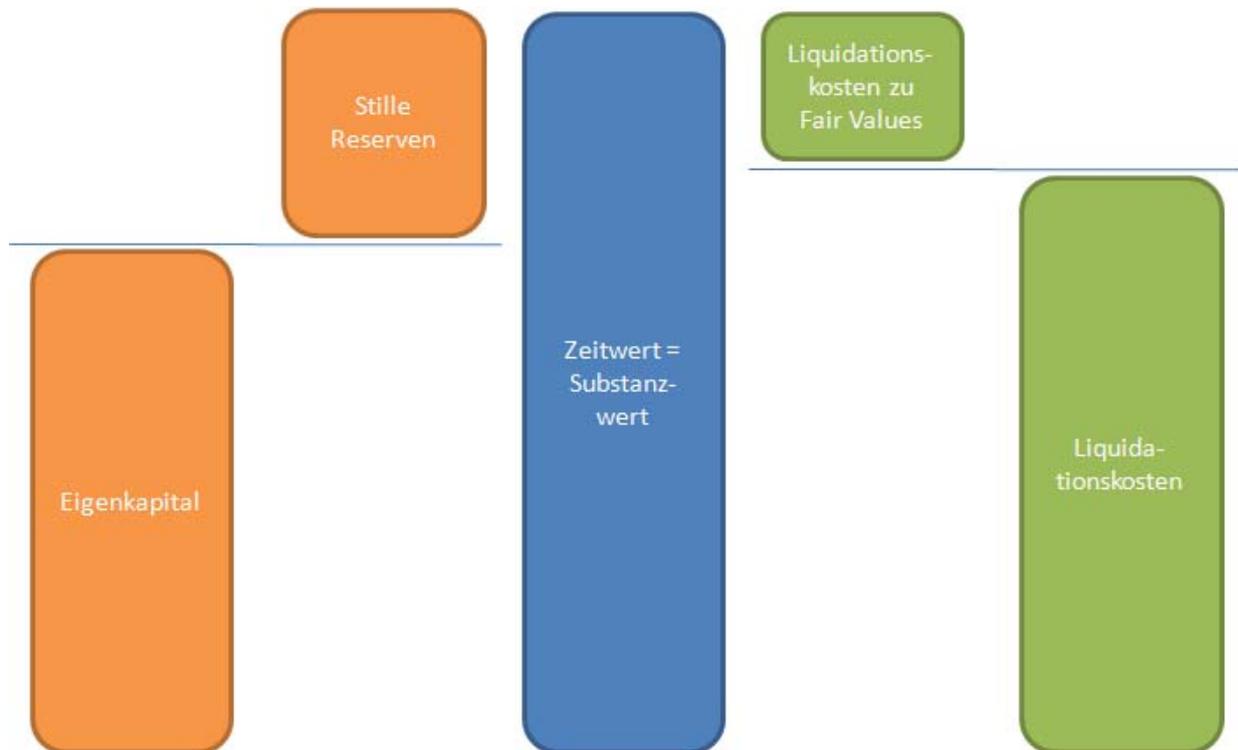
<sup>539</sup> vgl. EJPD, 2009, S. 22.



**Abbildung 24:** Methodische Verfahren für den Richter<sup>540</sup>

Damit der Richter die Rechtsfragen des Ermessensspielraums bei der Bewertungsmethode und dem Bewertungsermessens beurteilen kann, ist für ihn eine zwingende Voraussetzung, dass er sich über die Methoden der Bewertungsanpassungen und die Aspekte der Bewertungsmethoden auskennt. Die Festlegung der Bewertungsmethode kann von entscheidender Bedeutung sein. Nachfolgende Graphik zeigt auf, welcher Unterschied sich ergeben kann, wenn ein Unternehmen auf Basis des Going-Concern oder auf Liquidationskostenbasis bewertet wird.

<sup>540</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Handschin, 2010.



**Abbildung 25:** Unterschied zwischen Fortführungs- (Substanz-) und Liquidationswerten<sup>541</sup>

Die Unterscheidung ist entscheidend und ist auch bei den Gerichtsentscheiden kritisch zu hinterfragen. Die Berechnung kann zu deutlich unterschiedlichen Werten führen.

Dies führt zur ersten Hypothese bezüglich der Gerichtsentscheide und damit zur vierten Hypothese dieser Arbeit.

#### **Teilhypothese 4<sup>542</sup>:**

In Gerichtsentscheiden werden die Bewertungen oftmals nicht durch den Richter selber vorgenommen. Die Bewertung erfordert Fachwissen, bei welchem ein Richter in der Regel auf Experten zurückgreift.

<sup>541</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Ludvigsen, 2004. S. 1286. Latente Steuern werden hier nicht berücksichtigt, würden jedoch die stillen Reserven reduzieren.

<sup>542</sup> vgl. Einleitung für Hypothesen 1-3.

Ebenso kann aufgrund obiger Ausführungen eine zweite Hypothese formuliert werden. Diese basiert vorwiegend auf der Annahme, dass ein Richter in der Regel keine spezifische Ausbildung im Bereich der Bewertungen von Unternehmen gemacht hat.

#### **Hypothese 5:**

Bei einem Gerichtsentscheid werden eher einfache Bewertungsmethoden angewendet.

### **6.2.2.2 Die Rechtsprechung des Schweizerischen Bundesgerichts**

Das Bundesgericht ist die oberste eidgenössische Gerichtsinstanz. Dessen Entscheide, sowie verschiedene Leitentscheide von kantonalen Gerichten, werden nachfolgend analysiert.<sup>543</sup>

Vor der Analyse der Gerichtsentscheide wird der Fokus jedoch auf einzelne Rechtsgebiete gelegt, welche Bestimmungen über Bewertungen enthalten und worüber das Bundesgericht bereits Leitentscheide gefällt hat.

## **6.2.3 Rechtsgebiete**

### **6.2.3.1 Bezugsrechte von Aktien nicht börsenkotierter Unternehmen**

In Art. 685b Abs. 1<sup>544</sup> und 4<sup>545</sup> OR geht es um die Frage der Ablehnung der Bezugsrechte von Aktien nicht börsenkotierter Unternehmen. Dabei muss dem betreffenden Aktionär ein

---

<sup>543</sup> vgl. die analysierten Gerichtsentscheide im Anhang.

<sup>544</sup> „Die Gesellschaft kann das Gesuch um Zustimmung ablehnen, wenn sie hierfür einen wichtigen, in den Statuten genannten Grund bekanntgibt oder wenn sie dem Veräusserer der Aktien anbietet, die Aktien für eigene Rechnung, für Rechnung anderer Aktionäre oder für Rechnung Dritter zum wirklichen Wert im Zeitpunkt des Gesuches zu übernehmen.“

<sup>545</sup> „Sind die Aktien durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben worden, so kann die Gesellschaft das Gesuch um Zustimmung nur ablehnen, wenn sie dem Erwerber die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet.“

Angebot gemacht werden, zu welchem Wert seine Aktien übernommen werden sollen. In diesem Zusammenhang hat das Bundesgericht entschieden, dass der Liquidationswert lediglich in den folgenden Fällen anzuwenden sei<sup>546</sup>:

- Unrentable Unternehmen, welche liquidiert werden sollen
- Unternehmen, bei welchen die Profitabilität absichtlich sehr tief gehalten wird, um tiefere Bewertungen zu erhalten<sup>547</sup>

In sämtlichen anderen Fällen soll zwingend die Unternehmensfortführung angenommen werden.<sup>548</sup> Das Prinzip der Unternehmensfortführung ist eine generelle Voraussetzung für viele Unternehmensbewertungen.<sup>549</sup> Nur wenn die Annahme verworfen werden muss, sind Bewertungen auf Basis von Liquidationswerten anzuwenden.<sup>550</sup> In diesen Fällen verändert sich die Struktur der Bilanz stark und es bestehen keine langfristigen Positionen mehr.<sup>551</sup> So muss eine langfristige Hypothek, die im letzten Abschluss in den langfristigen Verbindlichkeiten aufgeführt war, in der Liquidationsbilanz als kurzfristig ausgewiesen werden. Dies ist auf den ersten Blick erstaunlich, lässt sich allerdings mit der kurzen Liquidationsphase erklären.<sup>552</sup>

Wie bereits eingangs des sechsten Kapitels ausgeführt, stehen für einen Richter meist andere Fragestellungen im Vordergrund. Im erwähnten Gerichtsentscheid ging es darum, ob die Bewertung zu Liquidations- oder Fortführungswerten gemacht werden muss.

---

<sup>546</sup> vgl. Flückiger, 2003, S. 264.

<sup>547</sup> Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine Scheidung ansteht und eine Partei den Wert des Unternehmens absichtlich tief halten möchte (Ertragswert). Ausserdem kann dies auch dann der Fall sein, wenn aus steuerrechtlichen Gründen absichtlich tiefere Bewertungen angestrebt werden.

<sup>548</sup> vgl. Flückiger, 2003, S. 264.

<sup>549</sup> vgl. Kommission für Wirtschaftsprüfung, S. 66.

<sup>550</sup> vgl. Basler Kommentar, S. 542.

<sup>551</sup> vgl. Basler Kommentar, S. 542.

<sup>552</sup> Teilweise sind Liquidationen sehr langfristige Prozesse, welche nicht innerhalb Jahresfrist erledigt werden können.

### 6.2.3.2 Austritt von Gesellschaftern bei Personengesellschaften

In Art. 530ff. OR<sup>553</sup> wird die einfache Gesellschaft geregelt, in Art. 552 ff. OR<sup>554</sup> die Kollektivgesellschaft. Art. 580 OR<sup>555</sup> regelt den Austritt eines Gesellschafters und den damit zusammenhängenden Betrag, den die Gesellschaft schuldet. Der Richter kann gemäss Abs. 2 des vorgenannten Artikels den Betrag in Berücksichtigung der Vermögenslage festlegen.

Wie auch in EJPD<sup>556</sup> beschrieben, hat das Bundesgericht zwei Leitentscheide über die Verhinderung neuer Gesellschafter und die damit zusammenhängenden Bewertungen gefällt. Die Unternehmen in den Gerichtsentscheiden waren einerseits ein unrentables Kino (BGE 120 II 259ff.) und eine Autogarage (BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2011). Darin enthalten sind auch die entsprechenden Bewertungsmethoden, welche auf Basis der verschiedenen Sachverhalte herangezogen wurden.

Gemäss Art. 580 OR haben die Parteien einen Betrag festzulegen, welcher einem austretenden Geschäftspartner zu bezahlen ist. Wenn sich die Parteien nicht einigen können, muss der Richter einen Preis festlegen. Üblicherweise soll die Bewertung unter dieser Voraussetzung mit der Fortführungsannahme vorgenommen werden, da das Unternehmen weiter besteht.<sup>557</sup> Dieser Punkt wird in viele Zusammenarbeitsverträge aufgenommen, was als richtig empfunden wird. Denn nur durch vorzeitige Klärung allfälliger Krisenfälle kann eine Patt-Situation in einem Unternehmen verhindert werden. Wenn sich Partner aus irgendwelchen Gründen gegenseitig nicht mehr verstehen, kann die Gesellschaft handlungsunfähig werden. Solchen Situationen kann mittels Verträgen vorgebeugt werden. Auch ist darin festzuhalten, zu welchen Konditionen die Partei das Unternehmen übernehmen kann, welche es weiterführt.

---

<sup>553</sup> Einfache Gesellschaft = "Gesellschaft ist die vertragsmässige Verbindung von zwei oder mehreren Personen zur Erreichung eines gemeinsamen Zweckes mit gemeinsamen Kräften oder Mitteln."

<sup>554</sup> Kollektivgesellschaft = "Die Kollektivgesellschaft ist eine Gesellschaft, in der zwei oder mehrere natürliche Personen, ohne Beschränkung ihrer Haftung gegenüber den Gesellschaftsgläubigern, sich zum Zwecke vereinigen, unter einer gemeinsamen Firma ein Handels-, ein Fabrikations- oder ein anderes nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe zu betreiben."

<sup>555</sup> "Der dem ausscheidenden Gesellschafter zukommende Betrag wird durch Übereinkunft festgesetzt."

<sup>556</sup> vgl. EJPD, 2009. S. 19ff.

<sup>557</sup> vgl. Handschin, 2009, S. 418.

Üblicherweise erfolgt dies zu Vorzugskonditionen, da die Risikokomponente berücksichtigt werden soll.

### 6.2.3.3 Austauschverhältnis im FusG

Im Fusionsgesetz und insbesondere bei Fusionen zwischen Gesellschaften ist das Austauschverhältnis (Art. 105 FusG<sup>558</sup>) von entscheidender Bedeutung. Für die Bestimmung dieses Austauschverhältnisses ist eine Bewertung des Unternehmens unerlässlich, denn ohne eine solche lässt sich kaum festlegen, welche Anzahl Aktien der einen Gesellschaft dem Wert der Aktien der anderen Gesellschaft entspricht.

Im Zusammenhang mit einer Fragestellung im Fusionsgesetz war bei einem Entscheid des Kantonsgerichts Graubünden die Bewertungsmethode nicht zentral. Vielmehr wurde die Frage beurteilt, ob der Bewertungsprozess geheim sei oder nicht.<sup>559</sup> Im Grundsatz ging es beim Sachverhalt um die Ablehnung der Herausgabebeverweigerung eines Bewertungsgutachtens aufgrund prozessualer Gründe. Diese können dazu führen, dass ein Bewertungsgutachten nicht offengelegt werden muss. In der Regel ist ein Bewertungsbericht ein gerichtliches Dokument.<sup>560</sup> Auch gemäss Bundesgerichtsentscheid BGE 134 III 255 stellt die Bewertungsmethode kein Geschäftsgeheimnis dar. Eine Offenlegung der Bewertung für die involvierten Parteien ist deshalb zwingend erforderlich.<sup>561</sup> Wie bereits oben beschrieben, können prozessuale Gründe jedoch eine Herausgabe erschweren.

---

<sup>558</sup> "Wenn bei einer Fusion, einer Spaltung oder einer Umwandlung die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte nicht angemessen gewahrt sind oder die Abfindung nicht angemessen ist, kann jede Gesellschafterin und jeder Gesellschafter innerhalb von zwei Monaten nach der Veröffentlichung des Fusions-, des Spaltungs- oder des Umwandlungsbeschlusses verlangen, dass das Gericht eine angemessene Ausgleichszahlung festsetzt."

<sup>559</sup> vgl. Kantonsgericht GR, 10.12.2008, PZ 08 181.

<sup>560</sup> vgl. Stoffel, 2010, S. 65.

<sup>561</sup> vgl. Wieser, 2008, S. 264.

Wie eingangs des sechsten Kapitels ausgeführt, sind innerhalb der Rechtsprechung nicht nur Fragen der Bewertungsmethoden zentral, sondern auch verfahrensrechtliche und prozessuale Themen.

#### **6.2.3.4 Berechnung des Unternehmenswertes in Erbteilungen**

Im Zeitpunkt des Todes eines Erblassers sind dessen Aktiven und Passiven zu Marktpreisen zu bewerten (Art. 457 ff. ZGB<sup>562</sup>).<sup>563</sup> Der Wert des Unternehmens hängt in diesem Fall stark davon ab, ob das Unternehmen fähig ist zu überleben oder ob es liquidiert werden muss. Dies ist gerade beim Hinschied des Patrons nicht immer einfach zu beurteilen. In der Praxis stellt sich nicht selten heraus, dass ein Unternehmen nicht weitergeführt werden kann, weil zu viel vom Erblasser abhing. Wie in den bereits vorangehenden Kapiteln erwähnt, ist die Unterscheidung, ob nach Liquidationswerten oder nach Fortführungswerten zu bewerten ist, zwingend durch den Ersteller des Bewertungsgutachtens vorzunehmen, resp. hat sich auch ein allfälliger Richter diese Frage zu stellen.

Wie mittels dieses Beispiels aufgezeigt werden konnte (6.2.3.1 – 6.2.3.4), stehen bei richterlichen Entscheiden meist nicht nur Bewertungsfragen im Vordergrund. Da dies die Analyse schwieriger gestaltet, wurde dies bei der Erstellung der Hypothesen berücksichtigt.

#### **6.2.4 Methodologie**

Die Hypothesen, welche auf Basis der Literatur aufgestellt wurden, werden nachfolgend untersucht. Es werden insgesamt 23 Gerichtsentscheide analysiert, welche den Zeitraum zwischen 2003 und 2011 betreffen.

---

<sup>562</sup> Erbrecht.

<sup>563</sup> vgl. Weimar, 2009, S. 190.

### 6.3 Empirische Analyse

Hierfür wurden in der Datenbank Swiss Lex Gerichtsfälle seit 2003 analysiert, welche einen Bewertungsbezug haben. Insgesamt wurden dabei 23 Gerichtsfälle<sup>564</sup> gefunden. Diese werden in nachfolgender Tabelle zusammengefasst.

---

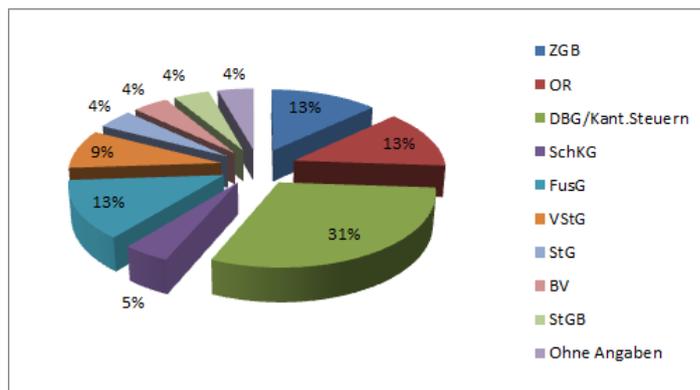
<sup>564</sup> vgl. Abbildung 26.

Entscheid	Gesetzes- artikel	Entscheid	Gesetzes- artikel
BGE 5A_387/2010	Art. 120 / 196ff. ZGB, 211 ZGB	Kantons- gericht GR, 16.08.2007	Art. 105 FusG
BGE 136 III (2010) 209	Art. 204 / 207 / 214 ZGB	LGVE 2007 II	Art. 95 StG
BGE 5A_733/2009	Art. 211 ZGB	ZF 06 42 Urteil des Kantons- gerichts, Zivilkammer, 2.10.2006	
BGE 4A_31/2009	Art. 580 OR	SRK-2005 Eidg. Steuer-rekurs- kommission	Art. 4 VStG, Art. 20 I VStV
BGE 2C_688	Art. 18 DBG	BGE 2A.370/2004	Art. 58 I, 67 I DBG
BGE 5A_558/2008	Art. 286 SchKG	SRK-2004-068 der eidg. Steuerrekurs- kommission	Art. 5 Abs. 2 StG
Obergericht Schaffhausen OGE 40/2007/4 23.01.2009	Art. 105 FusG	BGE 2P.140/2004 2A.313/2004	Art. 20 Abs. I lit. c DBG
Kantons- gericht SG 19.01.2009	Art. 530 OR	BGE 2P.321/2004 2A.599/2003	Art. 19 Abs. I lit. a DBG
BGE 4A_440/2007	Art. 105 FusG	Verwaltungs- gericht Luzern 26.02.2004	Art. 19 Abs. I Ziff. 3 aStG Luzern
Bundesver- waltungs- gericht A-1542/2006	VStG	BGE 2A.590/2002	Art. 58 DBG
KGE (Zivil- gerichtshof I) vom 08.04.08	Art. 340 OR	BGE 6P.5/2003	Art. 163 Ziff. I, 251 Ziff. I aStGB
BGE 4P.47/2007	Art. 9, 29, 30 BV		

Abbildung 26: Analytierte Gerichtsentscheide und Gesetzesartikel<sup>565</sup>

<sup>565</sup> Eigene Darstellung.

Wie die Graphik aufzeigt, betreffen dreizehn Gerichtsfälle das Bundesgericht, zehn Fälle wurden durch andere Instanzen entschieden. Eine Aufteilung der Gerichtsfälle in verschiedene Bereiche (z.B. Eherecht, Erbrecht etc.) ist nicht zielführend, da innerhalb der Bereiche unterschiedliche Herangehensweisen beim Richter aufgetreten sind. Dementsprechend wurde eine Analyse aufgrund der einzelnen Gesetze vorgenommen. Es ergibt sich folgende Verteilung bezüglich der korrespondierenden Gesetze:

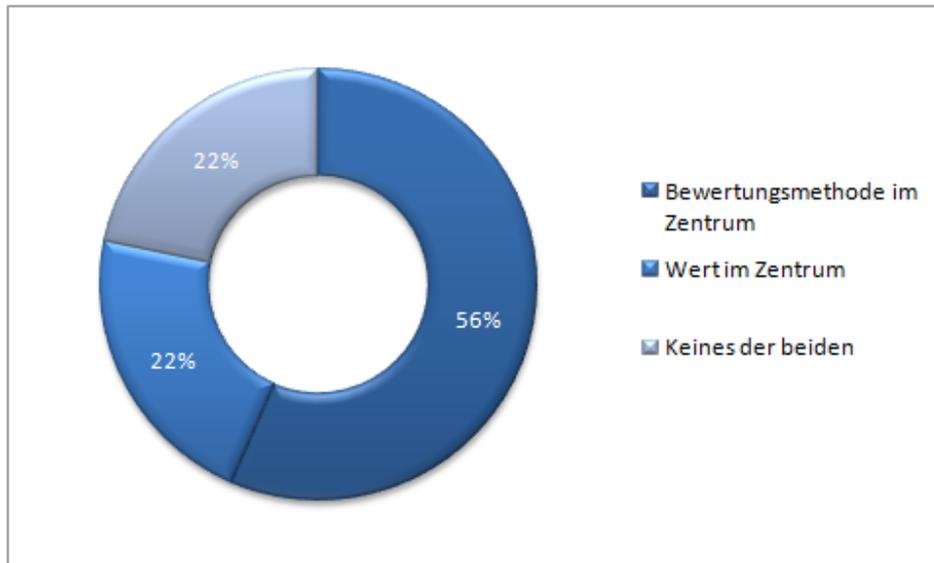


**Abbildung 27:** Betroffene Gesetze in den Gerichtsentscheiden<sup>566</sup>

Die Graphik zeigt deutlich, dass den meisten Gerichtsfällen steuerrechtliche Problemstellungen zugrunde lagen. Obligationenrechtliche Fragestellungen, ZGB und Fusionsgesetz folgten dahinter.

Die nachfolgende Graphik zeigt, dass sich der Richter in den meisten Fällen mit der Bewertungsmethode und mit der Frage nach der adäquaten Methode auseinandersetzt. Nur gerade in 22% der Gerichtsentscheide stand die Bewertung im Zentrum.

<sup>566</sup> Eigene Darstellung.

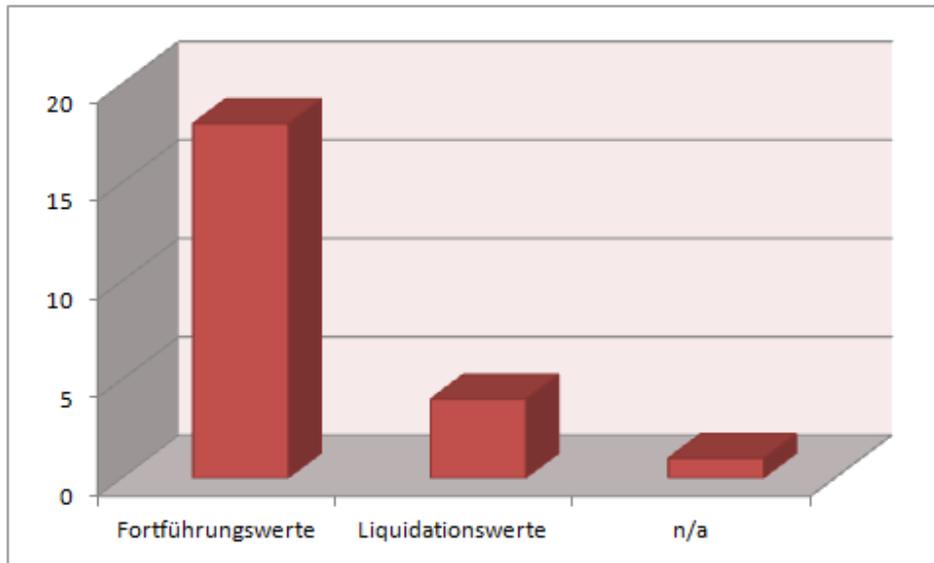


**Abbildung 28:** Wert oder Bewertungsmethode – Was hat der Richter ins Zentrum gestellt?<sup>567</sup>

Nachdem die Analyse aufgezeigt hat, dass in vielen Fällen die Bewertungsmethode im Vordergrund stand, ist auch die Basis für die Bewertung entscheidend. Wie bereits ausgeführt, stellt sich häufig die Frage, ob die Bewertung anhand von Liquidationswerten oder anhand der Fortführungsprämisse erstellt werden soll. Es fällt auf, dass ein Gericht nur dann Liquidationswerte einsetzt, wenn das Unternehmen erkennbar in finanziellen Nöten steckt. In allen anderen Fällen wird die Fortführungsprämisse angewendet. Interessant dabei ist die Tatsache, dass einige Unternehmen höhere Werte aufweisen, wenn man sie mit Liquidationswerten analysiert.<sup>568</sup> Die Einsetzung von Liquidationswerten wurde bereits in früheren Kapiteln behandelt und dort darauf hingewiesen, dass jene nur in seltenen Fällen verwendet werden. Die Resultate der Untersuchung stimmen somit mit den bisherigen Erkenntnissen überein.

<sup>567</sup> Eigene Darstellung.

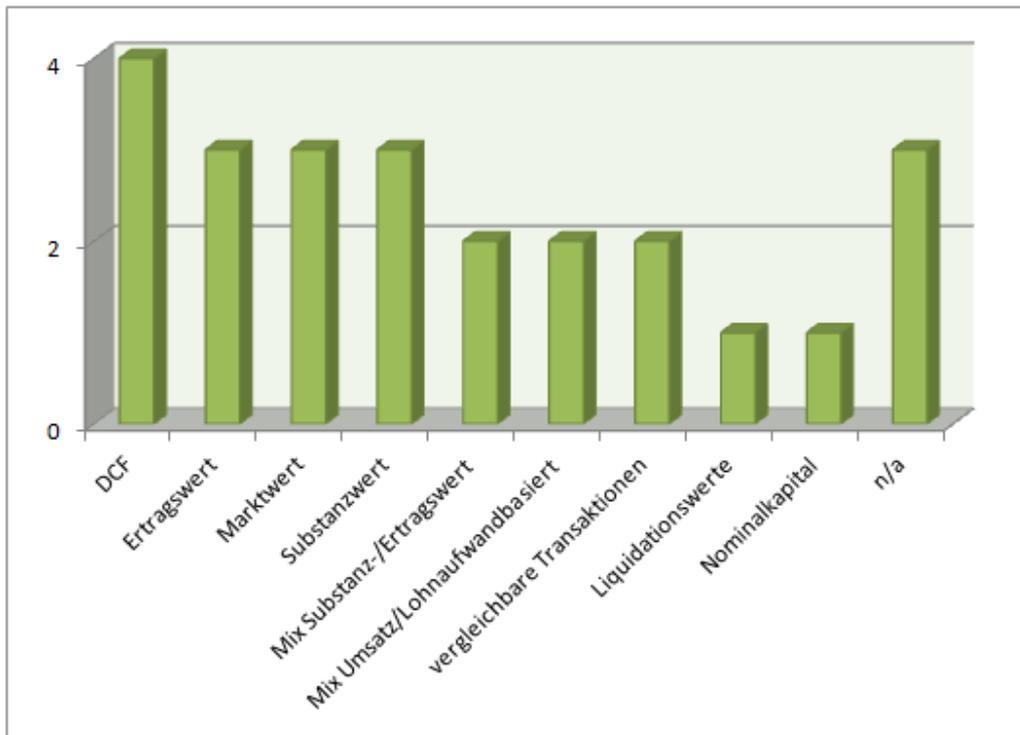
<sup>568</sup> Z.B. wenn ein Unternehmen lediglich tiefe Erträge ausweist, jedoch höhere Werte in den Büchern hat. Die Bewertung erfolgt dann teilweise mittels Multiplikatoren oder z.B. mittels Praktiker-Methode. Wenn die Vermögenswerte dann relativ einfach verkauft werden können, kann der Liquidationswert höher sein.



**Abbildung 29:** Fortführungs- vs. Liquidationswerte<sup>569</sup>

Nachdem festgestellt werden konnte, dass vorwiegend die Prämisse der Unternehmensfortführung angewendet wurde, stellt sich die Frage, welche Bewertungsmethode angewendet wurde. Die Analyse der Gerichtsentscheide zeigt dabei kein eindeutiges Bild. Die Bewertungsmethode hängt sehr stark vom jeweiligen Fall ab. Dennoch ist die Discounted Cash Flow Methode die dominante Methode. Andere spezifisch schweizerische Verfahren (wie z.B. die „Mittelwertmethode“) folgen dahinter.

<sup>569</sup> Eigene Darstellung.



**Abbildung 30:** Angewendete Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung<sup>570</sup>

Die obige Abbildung zeigt, dass keine Methode dominiert. Die Methode hängt gemäss der Analyse grösstenteils von den jeweiligen Umständen ab. Es werden sowohl einfache als auch komplexe Bewertungsmethoden angewendet,<sup>571</sup> und neuere Ansätze, wie beispielsweise eine Bewertung von immateriellen Sachanlagen, fehlen.

Interessanterweise hat das Bundesgericht keine von Kreis- oder Kantonsgericht festgelegte Bewertungsmethode letztinstanzlich verändert.<sup>572</sup> Der Preis wurde allerdings in einigen Fällen angepasst.

<sup>570</sup> Eigene Darstellung.

<sup>571</sup> Z.B. die Methode der vergleichbaren Transaktionen etc.

<sup>572</sup> Der Grund könnte darin liegen, dass in den meisten Fällen das Bundesgericht nicht die Bewertung, sondern andere Aspekte des jeweiligen Gerichtsfalles zu beurteilen hatte.

## 6.4 Schlussfolgerung und kritische Würdigung

Wie in den Gerichtsentscheiden BGE 2P.321/2003 und BGE 2A.599/2003 aufgezeigt, kann der Wert eines Unternehmens nur mittels Annahmen beurteilt werden. Sobald Fakten vorliegen, muss das Bundesgericht diesen Folge leisten (vgl. Art. 105 Abs. 2 OG). Bei Annahmen verifiziert das Bundesgericht, ob diese möglichst verlässlich erläutert werden und ob sie in einem vernünftigen Rahmen berücksichtigt wurden.<sup>573</sup>

Wie bereits in der Einleitung des sechsten Kapitels eingehend erläutert, sind die Gerichtsentscheide kritisch zu hinterfragen. Die Vergleichbarkeit der Entscheide ist aufgrund von unterschiedlichen Rechtsfragen (Prozessrecht, Sachverhaltsfragen etc.) meist schwierig zu beurteilen. Auch überprüft das Bundesgericht keine Sachverhaltsfeststellungen.

Die Analyse der Gerichtsentscheide hat jedoch aufzeigen können, dass die Bewertungsmethode stark von der jeweiligen Situation eines Unternehmens abhängt. Keine der anerkannten Bewertungsmethoden kann in der Gerichtspraxis als Standard betrachtet werden. Die oben formulierten Hypothesen<sup>574</sup> konnten deshalb beide wiederlegt resp. zumindest nicht verifiziert werden. Das Kapitel über die Gerichtsentscheide zeigt deshalb deutlich auf, dass eine Bewertung stets im Kontext der jeweiligen Situation analysiert und v.a. erstellt werden muss. Der jeweilige Einzelfall und die damit zusammenhängenden Abklärungen sind zentral.

---

<sup>573</sup> vgl. BGE 2P.321/2003 und BGE 2A.599/2003.

<sup>574</sup> vgl. Kapitel 6.2.1 und 6.2.2.1.



## 7. Theorie der Value Drivers

Im folgenden Kapitel werden verschiedene Quellen für Value Drivers für Dienstleistungsunternehmen evaluiert. Diese Value Drivers sollen anschliessend in die Umfrage integriert und auf deren Wichtigkeit in kleinen und mittleren Dienstleistungsunternehmen untersucht werden.

Eine oft zitierte Quelle bezüglich Value Drivers findet sich in Alfred Rappaport's Werk „Creating Shareholder Value“. In diesem Werk beschreibt Rappaport aus Sicht des Shareholders sieben Value Drivers, welche den Shareholder Value durch das Shareholder Value Netzwerk (vgl. Abbildung 31) beeinflussen.<sup>575</sup> Diese Value Drivers sind<sup>576</sup>:

- Wachstumsrate des Umsatzes
- Operative Gewinnmarge
- Einkommenssteuerrate
- Umlaufvermögen
- Anlagevermögen
- Kapitalkosten
- Analysezeitraum

Er beschreibt weiter, dass die Value Drivers wiederum von operativen, investiven und finanziellen Entscheidungen des Managements beeinflusst und gesteuert werden.<sup>577</sup>

---

<sup>575</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 55.

<sup>576</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 32.

<sup>577</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 56.

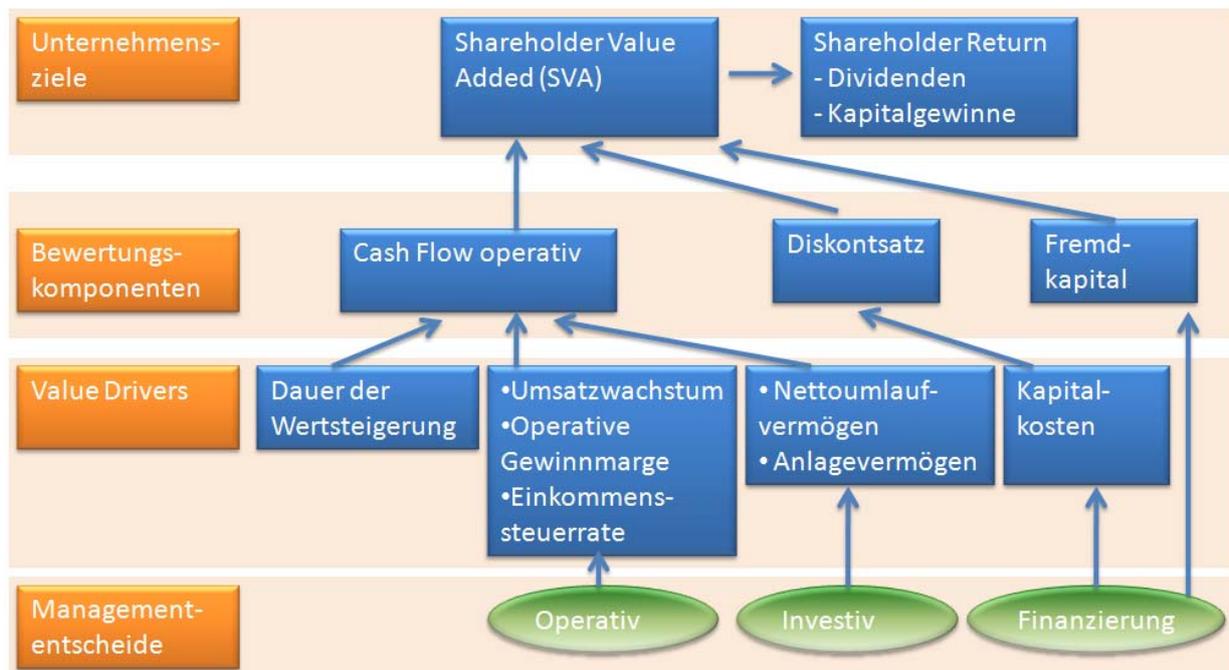


Abbildung 31: Shareholder Value Netzwerk<sup>578</sup>

Damit das Management das Wertsteigerungspotenzial von Entscheidungen messen kann, schlägt Rappaport vor, die kompetitive Strategie von Michael E. Porter<sup>579</sup> heranzuziehen. Dabei wird die Branchenattraktivität analysiert.<sup>580</sup> Auch ökonomische Kräfte, welche die Branchenattraktivität beeinflussen, sowie Preise, verkaufte Mengen, Kosten, Investments und das Risiko der Branche des Unternehmens sind wichtige Faktoren. Diese Kräfte sind die tragenden Säulen der Value Drivers.<sup>581</sup>

Weiter empfiehlt Rappaport, die Mikro Value Drivers eines Unternehmens herauszufinden, welche die Value Drivers beeinflussen.<sup>582</sup> Abbildung 32 stellt ein Beispiel einer Verbindung zwischen Mikro und Makro Value Drivers dar.

<sup>578</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Rappaport, 1986, S. 56.; Spremann (2005, S. 179) liefert eine Erweiterung für das Modell von Rappaport, indem er eine weitere Ebene bei den Value Drivers – das intellektuelle Kapital – und die durch immaterielles Vermögen gesteuerten Gewinne (auf Bewertungskomponentenebene) beifügt.

<sup>579</sup> vgl. Porter, 1985.

<sup>580</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 172.

<sup>581</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 176.

<sup>582</sup> vgl. Rappaport, 1986, S. 178.



Abbildung 32: Mikro- und Makro-Value Drivers<sup>583</sup>

Im folgenden Abschnitt werden Literaturquellen analysiert, welche weitere Einblicke in die von Rappaport definierten Mikro-Value Drivers für Dienstleistungsunternehmen geben. Der Leser mag sich fragen, weshalb in diesem Kapitel tendenziell angelsächsische Literatur verwendet wurde. Dies ist einfach zu beantworten, denn gerade in diesem Sprachraum werden sehr viele Publikationen über das Thema und insbesondere mit Bezug auf den Wert eines Unternehmens publiziert. Der Erfolg und dessen Erfolgsfaktoren von Dienstleistungsunternehmen unterscheidet sich praktisch nicht. Inhaltlich können gewisse Themenbereiche innerhalb eines Value Drivers<sup>584</sup> unterschiedliche Wichtigkeit erlangen.

<sup>583</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Rappaport, 1986, S. 179.

<sup>584</sup> Vgl. bspw. La/Patterson/Style, 2008.

## 7.1 Erfolgsfaktoren in erfolgreichen Dienstleistungsunternehmen

Tierney, Baveja und Rogers haben eine Studie über Erfolgsfaktoren von 18 überdurchschnittlich erfolgreichen Dienstleistungsunternehmen (einschliesslich technische Unternehmen wie IBM Global Services, Finanzdienstleister wie Goldman Sachs, Beratungs- und Revisionsgesellschaften wie PricewaterhouseCoopers, Personaldienstleister wie Korn/Ferry und das Werbeunternehmen Ogilvy & Mather) erstellt.<sup>585</sup>

### 7.1.1 Resultate der Studie

Gemäss der Studie sind die besten Dienstleistungsunternehmen diejenigen, welche die Mitarbeiter als ihre einzigen wichtigen Ressourcen verstehen. Gute Performance verlangt eine Rekrutierung von Top-Talenten, damit die Unternehmensstrategie immer umgesetzt werden kann. Top-Talente sind gemäss der Studie Leute, welche bei der Arbeit nicht nur exzellent und strategisch denken, sondern sich ebenso gegenüber anderen Mitarbeitern verhalten. Erfolgreiche Dienstleistungsunternehmen bilden ihr Unternehmen dementsprechend um Teams von Star-Performern, welche mit Hilfe dreier Schlüsseldisziplinen kollektiv und individuell Beziehungen mit wertvollen Kunden aufbauen:<sup>586</sup>

#### 1. Angleichung von Stars mit Strategie

In Dienstleistungsunternehmen hängt die Kundenerfahrung von der Interaktion mit einem Individuum ab – etwas, was nur schwer kontrollierbar ist. Deshalb stellen die besten Dienstleistungsunternehmen Zusammenhalt der Mitarbeiter mittels Mentor-Programmen sicher, führen Leistungsbeurteilungen durch oder Verbessern das Verhalten ihrer Mitarbeiter. Die Unternehmen identifizieren, rekrutieren, kümmern sich, trainieren und entscheiden sich nicht nur für Stars, sondern auch für Star-Macher. Das Personalsystem reflektiert die Wichtigkeit der Entwicklung von Star-Spielern in Teams

---

<sup>585</sup> vgl. Tierney/Baveja/Rogers, 2003.

<sup>586</sup> vgl. Tierney/Baveja/Rogers, 2003.

von Stars.

## **2. Mikrosteuerung der Kultur**

Kultur ist ein System von Ideen, welche Mitarbeiter in Bezug auf für sie wichtige Ziele und Werte teilen und wie sie diese leben. Kultur befasst sich mit „wie man die Dinge rund herum macht“. Erfolgreiche Dienstleistungsunternehmen schränken die Freiheit, eigene Initiativen und Aktionen vorzunehmen, ihrer Mitarbeiter nicht ein. Sie regeln lediglich unsichtbare aber klare Erwartungsgrenzen. Es werden die „do’s“ und „dont’s“ festgelegt.

## **3. Bildung von Teilhaber Prinzipien**

Viele erfolgreiche Dienstleistungsunternehmen sind mittels Teilhaberstruktur aufgebaut. Sie strukturieren sich um Vergleichsbeziehungen (peer relationships), Teilhaberüberwachung (participatory governance) und Zuverlässigkeit für Kunden. Sie organisieren sich in Linien für spezifische Kundeninteressen und nicht -funktionen.

### **7.1.2 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers**

Die Ansätze und Lösungsvorschläge aus der Studie fokussieren sich auf die Mitarbeiter (Stars und Star-Macher) und die Organisationsstruktur (Kultur, kundenzentriertes Partnerschaftsmodell). In einer grösseren Organisation, welche der Hauptfokus der Studie ist, ist das Management von Kundenerfahrungen anspruchsvoll. Kunden haben meist viele potenzielle Kontakte mit Mitarbeitern, weshalb die Ausbildung der Hauptressource des Unternehmens – der Mitarbeiter – zentral ist. Dabei scheint v.a. die Anbietung eines konsistenten Kundenservices über das Unternehmen hinaus und die Sicherstellung einer hohen Kundenzufriedenheit ein vernünftiger indirekter Ansatz zu sein. Es muss allerdings ein klares Verständnis vorhanden sein, wie die Mitarbeiter funktionieren oder sogar wie diese gesteuert

werden können, damit ihre Interaktion mit dem Kunden die erwartete Kundenzufriedenheit sicherstellt.

## 7.2 Humankapital als Value Driver in Dienstleistungsunternehmen

Namasivayam und Denizci entwickelten ein konzeptionelles und analytisches Humankapitalmodell in Branchen mit üblicherweise sehr hohen Kundenkontaktfrequenzen, basierend auf existierenden theoretischen und empirischen Studien.<sup>587</sup>

### 7.2.1 Resultate der Studie

Namasivayam und Denizci<sup>588</sup> definieren intellektuelles Kapital durch drei Komponenten:

- Humankapital
- Organisations- (strukturelles) Kapital und
- Kunden- (oder Beziehungs-) Kapital

In solch einer Zusammensetzung interagiert Humankapital mit strukturellem Kapital um Kundenkapital zu erhalten.<sup>589</sup> Sie unterscheiden weiter zwischen zwei wichtigen analytischen Dimensionen<sup>590</sup>:

1. Der Fokus auf Wertvermehrung identifiziert spezifische Prozesse/Gruppe von Prozessen entlang einer Wertkette, welche den grössten Wert für ein Produkt oder Service beisteuern.

---

<sup>587</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 381.

<sup>588</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 382.

<sup>589</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 382.

<sup>590</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 382.

2. Es werden „Transferschnittstellen“ identifiziert, welche Mechanismen der damit erstellten Werte zum Kunden lenken.

Diese beiden Dimensionen sind miteinander so verbunden, dass – sofern der wertvermehrende Prozess entfernt vom Kunden ist (entfernt im Gegensatz zu nahe beim Kunden) – dieser Wert auf einen Front-Mitarbeiter transferiert wird. Dessen Transferfähigkeiten sind dann kritisch für die Organisation.<sup>591</sup> Exemplarisch kann dies anhand einer Bank aufgezeigt werden. Wenn jemand einen Bankauszug bestellt, dann ist in aller Regel nicht der zuständige Bankberater erste Anlaufstelle, sondern die Sekretärin, welche das Telefongespräch entgegen nimmt. Sie interagiert mit dem Kunden und der Kundenberater weiss im besten Fall gar nichts davon. Ihre Fähigkeiten sind deshalb der Schlüssel für eine gute Kundenbeziehung.

Nach Carlzon (1986) repräsentiert der Kontakt eines Mitarbeitenden mit dem Kunden einen organisatorischen „Moment der Wahrheit“. Namasivayam und Denizci haben in ihrer Studie festgestellt, dass fast alle organisatorischen Investitionen in Kundenwerte auf den Kunden durch begrenzte „Momente der Wahrheit“ gelenkt werden.<sup>592</sup>

Eine zusätzliche Richtung in der Literatur, welche Namasivayam und Denizci untersuchten, war die Konzeptualisierung des Kunden als einzigen Produzenten eines Dienstleistungsprodukts. Kunden können z.B. eine spezifische Kombination eines Hotelzimmertyps in Kombination mit einer Hotelmarke auswählen (z.B. via Internet oder durch Empfehlungen von Bekannten). Dies kann geschehen, bevor sie mit dem Hotel überhaupt in Kontakt getreten sind. Dies ist dann der erste Punkt des Dienstleistungsprozesses und dieser tritt auch ohne den Dienstleister selber auf (z.B. das Hotel). Die Kunden interessiert letztlich nur noch, ob in der Interaktion mit dem Dienstleister (Hotel) die vorher definierten Produkte auch zur Verfügung gestellt werden.<sup>593</sup> Ähnlich ist dies auch bei Treuhändern und anderen KMU-Dienstleistern. Wenn ein Kunde

---

<sup>591</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 384.

<sup>592</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 384.

<sup>593</sup> vgl. Namasivayam/Denizci, 2006, S. 384.

einmal vorbeikommt, wird er höchst wahrscheinlich auch zum Kunden. Die Selektion erfolgt in der Regel vor der Kontaktaufnahme.

### **7.2.2 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers**

Nach der Auffassung von Namasivayam und Denizci gibt es verschiedene Typen von Mitarbeitern (Front- resp. Backoffice). Ein Dienstleistungsunternehmen muss bei der Auswahl der Mitarbeiter für diese beiden Gruppen verschiedene Qualifikationen und Personalmanagementsysteme institutionalisieren.

Ein Unternehmen muss zudem einschätzen, über welchen Anteil des Dienstleistungsprozesses sich der Kunde bereits vor dem ersten Kontakt mit dem Dienstleister orientiert hat. Wie das Beispiel zuvor gezeigt hat, ist die Buchung eines Hotelzimmers für den Kunden charakteristisch. Ob der Kunde bucht oder nicht, das Hotel scheint kurzfristig wenig Einfluss auf den Prozess nehmen zu können. Der Kunde erwartet lediglich, dass seine Erwartungen erfüllt werden.

Während für andere Dienstleistungen, wie z.B. die Auswahl eines Finanzmoduls von SAP, die Zusammenarbeit zwischen Dienstleister und Unternehmen wesentlich intensiver ist, kann der Kunde anderer Dienstleistungsunternehmen bereits vor der Kontaktaufnahme Abklärungen getätigt haben, welche es zu berücksichtigen gilt.

## **7.3 Internationale Business-to-Business Dienstleister**

La, Patterson und Styles haben eine detaillierte Studie bei internationalen B2B Dienstleistern<sup>594</sup> in Entwicklungsländern<sup>595</sup> darüber erstellt, wie Kunden den Wert interpretieren, im Gegensatz

---

<sup>594</sup> In dieser Studie umfassen B2B Dienstleister ein breites Spektrum von Projekten und Aufgaben z.B. bezüglich Buchhaltung/Finance, generelle Beratung, IT Beratung sowie Projektplanung und –management (La/Patterson/Style, 2008, S. 9.).

zu dem, was Dienstleister glauben, was der Wert sei. Sie haben die Frage was die Schlüsselfaktoren (Key Drivers) des Kundenwerts sind, gewandelt zur Frage unter welchen Bedingungen jeder Value Driver fähig ist, die Kundenzufriedenheit zu erklären.<sup>596</sup> Die Motivation der Studie ist die Analyse der Verbindung zwischen wahrgenommener Leistung und Wert. Es konnte dabei ein starker Zusammenhang<sup>597</sup> festgestellt werden, was wiederum mit der Studie von McDougall und Levesque<sup>598</sup> in 2000 übereinstimmt, in welcher der erkannte Kundenwert als ein wichtiger Faktor für Kundenzufriedenheit und -loyalität festgestellt wurde. Die Beziehung zwischen dem vom Kunden wahrgenommenen Wert und der Kundenzufriedenheit wird vollständig durch den Mediator „wahrgenommene Leistung“ übertragen.<sup>599</sup> Als zweites wurden die Interaktionseffekte zwischen der vorher wahrgenommenen Leistung und den Moderatorfaktoren (im Speziellen die Ursprungsländereffekte<sup>600</sup>: Wie wird das Land, welches die Leistung erbringt, bezüglich Leuten, Fähigkeiten und Dienstleistung gesehen<sup>601</sup>), welche die Kundenerwartung über die gesamte Unternehmensperformance hinweg verbessern können, analysiert.<sup>602</sup>

### 7.3.1 Forschungsdesign

Basierend auf bestehender Literatur und vorherigen Studien werden 10 Hypothesen formuliert. Die Hypothesen 1 bis 3 betreffen Grundlagenbeziehungen (Einfluss von Personen und unternehmensspezifischen Faktoren auf die wahrgenommene Leistung) und diese wurden mittels eines structural equation Modells (SEM) analysiert.<sup>603</sup> Die restlichen 7 Hypothesen

---

<sup>595</sup> La, Patterson und Style haben Malaysia und Thailand für ihre Studie ausgewählt, da beide als Entwicklungsländer gelten und deshalb Nettoimporteure von Dienstleistern sind, weshalb die kompetitive Umgebung innerhalb der Länder grösstenteils gleich ist (La/Patterson/Style, 2008, S. 9).

<sup>596</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 2.

<sup>597</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 17.

<sup>598</sup> vgl. McDougall, 2000.

<sup>599</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 17.

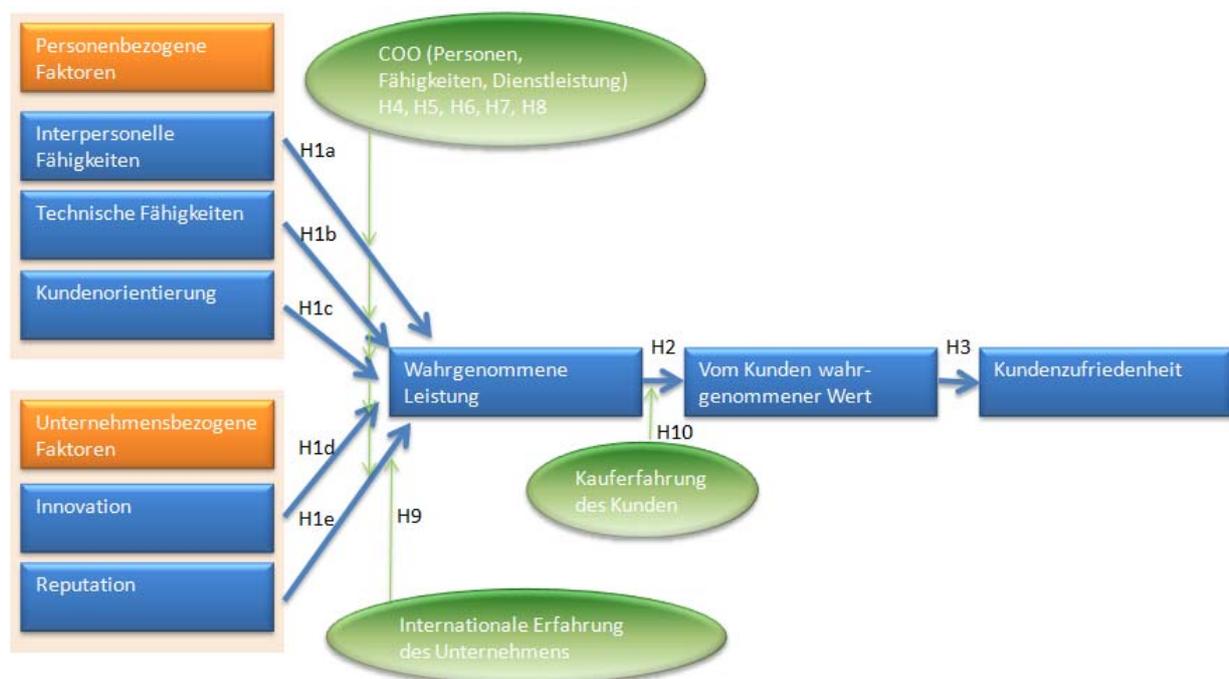
<sup>600</sup> Generell haben die Kunden gewisse Erwartungen über Produkte. Z.B. Französische Weine und Parfüms, Italienische Mode und Japanische Elektronik (La/Patterson/Style, 2008, S. 6.).

<sup>601</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 10.

<sup>602</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 17.

<sup>603</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 12.

wurden mittels einer moderierten Regressionsanalyse (MRA) und Subgruppen untersucht. Die Hypothesen 4 bis 8 nehmen sich dem Effekt der Moderatorvariablen (COO-Effekt) an, während Hypothese 9 sich auf den Einfluss der wahrgenommenen Leistung der internationalen Erfahrung des Unternehmens fokussiert. Hypothese 10 untersucht die Beziehung zwischen wahrgenommener Leistung und kundenwahrgenommenem Wert.<sup>604</sup> Abbildung 33 zeigt das konzeptionelle Modell der Studie auf.



**Abbildung 33:** Konzeptionelles Modell zwischen vom Kunden wahrgenommenen Wert und Zufriedenheit<sup>605</sup>

In der Studie wurde ein Fragebogen an 416 Unternehmen in Malaysia und 202 in Thailand versandt. 118 verwendbare ausgefüllte Fragebogen von Malaysia und 100 von Thailand wurden retourniert.<sup>606</sup> Diese Daten wurden für die Beantwortung der sieben formulierten Hypothesen verwendet.

<sup>604</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 14.

<sup>605</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an La/Patterson/Style, 2008, S. 7.

<sup>606</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 9.

Eine Schlüsselannahme bezüglich der Eigenheit und Komplexität von B2B-Dienstleistern ist, dass den Kunden das technische Know-How fehlt, um die Kern-Dienstleistung einschätzen zu können.<sup>607</sup> Im Gegenteil, Kunden beurteilen die Gesamtperformance meist via den ergänzenden Dienstleistungen, wie z.B. Methodologie, der Zuverlässigkeit, der persönlichen Beziehung, der COO<sup>608</sup> der Berater und weiterer ähnlicher Merkmale.<sup>609</sup>

### 7.3.2 Resultate der Studie

Tabelle 8 zeigt bezüglich der Grundlagenbeziehungshypothesen, ob die personen- oder unternehmensbezogenen Faktoren die vom Kunden wahrgenommene Performance in internationalen Business-to-Business Dienstleistungsunternehmen beeinflussen.<sup>610</sup>

Faktoren	Signifikanter Einfluss	Kein Einfluss
Personenorientiert	- Technisches Wissen - Demonstration von Kundenorientierung	- Interpersonales Wissen (bezogen auf einen Verkaufskontext)
Unternehmensorientiert	- Reputation	- Innovation

**Tabelle 8:** Zusammenfassung von primären Value Drivers für die wahrgenommene Performance in internationalen B2B Dienstleistungsunternehmen<sup>611</sup>

Die Studie zeigt weiter, dass moderierende COO-Variablen einen Einfluss auf die oben erwähnten Resultate haben. Es kann deshalb gefolgert werden, dass in besonderen Konstellationen interpersonale Fähigkeiten und Innovationen einen Einfluss auf die wahrgenommene Performance haben.<sup>612</sup>

<sup>607</sup> La/Patterson und Style beschreiben, dass jedes Dienstleistungspackage, welches ein Unternehmen offeriert, zwei Komponenten enthält: Kerndienstleistungen und ergänzende Dienstleistungen. Kerndienstleistungen sind das "was"-Element, die kundenspezifische Kompetenz, während die ergänzenden Dienstleistungen sich mehr auf Elemente der "extra Schlaufe", wie z.B. das Verständnis des Kundengeschäfts oder der operativen Prozesse, konzentriert (vgl. La/Patterson, Style, 2008, S. 5.).

<sup>608</sup> Country of origin.

<sup>609</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 6.

<sup>610</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 15.

<sup>611</sup> Eigene Darstellung.

<sup>612</sup> vgl. La/Patterson/Style, 2008, S. 16.

- **Personenbild, Image**

Wenn ein Kunde ein positives Personenbild/Image eines spezifischen Landes hat, welches die Dienstleistung anbietet, nimmt er das technische Know-how des Dienstleisters so wahr, als ob es stark zur ganzen Performance des Unternehmens beiträgt. Im Gegensatz dazu vertraut er auf die individuelle Dienstleistungsdemonstration von interpersonellen Fähigkeiten und auf die Innovationskraft des Unternehmens, wenn der Kunde ein ungünstigeres Personenbild eines gewissen Landes hat.

- **Bild über die Fähigkeiten eines Landes**

Wenn ein Kunde einen besseren Eindruck von den Fähigkeiten in einem Land hat, ist die Bewertung der Performance des Unternehmens abhängig vom Umstand, wie kundenorientiert seine Dienstleister sind. Auf der anderen Seite wird die Bewertung eines Unternehmens dominiert von der Innovationskraft und der Reputation eines spezifischen Landes, wenn ein Kunde ein weniger gutes Bild von den spezifischen Fähigkeiten eines Landes hat.

- **Bild über die Dienstleistungen eines Landes**

Wenn ein Kunde ein sehr positives Bild vom Dienstleistungsstandard eines Landes hat, hat auch die Reputation des Unternehmens eine dominante prädiktive Stärke. Im Gegensatz dazu hängt die Bewertung einer Performance eines Unternehmens sehr stark von den interpersonellen Fähigkeiten und den anderen kundenorientierten Verhaltensweisen ab, wenn ein Kunde ein weniger gute Bild von den Dienstleistungen eines Landes hat.

Eine ähnliche Korrelation trifft für die internationale Erfahrung eines Unternehmens zu:<sup>613</sup>

---

<sup>613</sup> vgl. La, Patterson, Style (2008), S. 17.

- **Reputation**

Internationale Erfahrung ist kein Moderator für die Beziehung zwischen Reputation und unternehmenswahrgenommener Performance.

- **Technische Fähigkeiten**

Wenn der Kunde den Dienstleister als international unerfahren wahrnimmt, haben technische Fähigkeiten einen stärkeren Einfluss auf die wahrgenommene Performance.

- **Innovation**

Wenn der Kunde den Dienstleister als international unerfahren wahrnimmt, hat die Innovation einen stärkeren Einfluss auf die wahrgenommene Performance.

Für die Relation einer kundenwahrgenommenen Performance und eines kundenwahrgenommenen Nutzens, basierend auf dem Kaufverhalten, findet die Studie gemäss MRA-Test keinen signifikanten Zusammenhang. Dennoch haben Subgruppen-Analysen aufgezeigt, dass die Formen und Neigungen der zwei Regressionsmodelle zwischen den beiden Subgruppen signifikant unterschiedlich sind. La, Patterson und Style halten schliesslich fest, dass unter geringem (im Gegensatz zu grossem) Kaufverhalten wahrgenommene Performance einen grösseren Einfluss auf den wahrgenommenen Wert hat.<sup>614</sup>

### **7.3.3 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers**

Für die weitere Analyse fassen La, Patterson und Style zusammen, dass verschiedene mitarbeiterbezogene Drivers in Bezug auf wahrgenommene Performance und wahrgenommenem Wert bestehen, aber ihre Signifikanz hinsichtlich der Drivers davon abhängt:

---

<sup>614</sup> vgl. La/Patterson, Style, 2008, S. 17.

- a) ob der Dienstleister diese kennt oder nicht (z.B. Kundenerfahrung/-wissen ist nicht überall abgespeichert)
  
- b) ob sie vom Dienstleister beeinflusst werden können oder nicht (z.B. COO Faktoren können nur sehr schwer beeinflusst werden)

## **7.4 Erreichung einer höheren Bewertung für Dienstleistungsunternehmen**

In seiner Studie hat Frederiksen analysiert, weshalb verschiedene Unternehmen erfolgreicher sind als andere vergleichbare – sogenannte Premium Bewertungen.<sup>615</sup> Frederiksen hat dabei 21 Telefoninterviews mit Käufern und Bewertungsexperten in Bezug auf Bewertung und Erfahrung mit Premium Value durchgeführt.<sup>616</sup>

### **7.4.1 Resultate der Studie**

Lediglich die Gewinne der letzten vier Quartale heranzuziehen und diese mit einem Faktor X zu multiplizieren, ist bis zu einem gewissen Grad eine zulässige Methode, wenn man über eine durchschnittliche Bewertung spricht.<sup>617</sup> Wichtiger sind jedoch die dahinter beeinflussenden Faktoren. Solche Faktoren, welche eine Premium-Bewertung fordern, sind:<sup>618</sup>

#### **1. Stärke der Kundenbeziehung**

Obwohl dies ein zentrales Element für die Premium Bewertung ist, kann kein akzeptabler Weg für die Messung aufgezeigt werden. Trotzdem glauben die

---

<sup>615</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 5.

<sup>616</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 5.

<sup>617</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 8.

<sup>618</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 9.

interviewten Experten, dass der zukünftige Gewinn auf der Erfüllung von heutigen Kundenbedürfnissen basiert.<sup>619</sup>

## **2. Technologie**

Für Firmen, welche einen vollständig proprietären Prozess für Patente oder intellektuelles Kapital haben, liegt ein höheres Potenzial für eine Premium-Bewertung drin.

## **3. Qualität des Managements**

Im Fall einer Akquisition ist das mittlere Management die tragende Säule, weil sich das obere Management in aller Regel nach dem Verkauf zurückzieht, da es dem Käufer das Feld überlässt.<sup>620</sup>

## **4. Marketing-Strategie**

Von entscheidender Wichtigkeit ist, wie gut die Nische, die Spezialisierung, die verteidigungsfähigen kompetitiven Vorteile und die Nachhaltigkeit über eine gewisse Zeit eines Unternehmens zu einem potenziellen Käuferunternehmen passen.<sup>621</sup>

## **5. Finanzen**

Die beiden wichtigsten Faktoren sind das projizierte zukünftige Wachstum, welches glaubwürdig und mittels vertrauenswürdigen Fakten hinterlegt werden muss, und die Qualität der Erträge, welche realistisch und nicht das Produkt von Manipulation sein sollen.<sup>622</sup>

## **6. Mitarbeiter**

In Premium-Bewertungen sind die Mitarbeiter lediglich an sechster Stelle anzutreffen. Jedes Dienstleistungsunternehmen erhebt den Anspruch, die besten Mitarbeiter zu

---

<sup>619</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 10.

<sup>620</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 11.

<sup>621</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 11.

<sup>622</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 12.

haben und technische Kompetenz wird ebenfalls angenommen. Deshalb sind die Mitarbeiter kein grosser Differenzierer, ausser wenn etwas nicht so läuft wie es soll (wie z.B. hohe oder tiefe Mitarbeiterfluktuation).<sup>623</sup>

## **7. Profil/Bild**

Schlüsselemente von Marken, wie z.B. Reputation und Wiedererkennung sind essentiell, um zukünftiges Wachstum sicherstellen zu können. Die tiefe Bewertung des Merkmals lässt sich dadurch erklären, dass der Einfluss von einer starken Marke bereits im kontinuierlichen Wachstum und der starken Kundenbeziehung enthalten ist. Im Fall einer Akquisition ist die Marke des Käufers zudem oftmals stärker als die gekaufte Marke.<sup>624</sup>

Generell kann gesagt werden, dass die Faktoren der Premium-Bewertung sowohl von den Experten als auch den Käufern identisch bewertet wurden. Trotzdem sind Unterschiede in Bezug auf den Markennamen, Medienpräsenz, einflussreiche Personen, Ertragskonzentrierung und den Willen des Managements zu bleiben, auszumachen. Dies hat hauptsächlich die Ursache darin, dass die Bewertung durch den Experten vor der Akquisition erfolgt und der Käufer diese Faktoren erst danach berücksichtigen muss.<sup>625</sup>

### **7.4.2 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers**

Bei der Premium-Bewertung kann der wichtigste Value Driver – Kundenbeziehung – lediglich indirekt gemessen werden. Der Wert der Mitarbeiter muss kritisch darauf getestet werden, welches Potenzial von Überperformance in ihm steckt. Schliesslich müssen auch fallbezogene Faktoren berücksichtigt werden, wie z.B. ob das Unternehmen unabhängig bleibt oder nicht,

---

<sup>623</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 13.

<sup>624</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 14.

<sup>625</sup> vgl. Frederiksen, 2008, S. 15.

was das Geschäft des Käufers ist und wie das potenzielle Verhalten des Managements einzuschätzen ist.<sup>626</sup>

## **7.5 Value Driver – Das Geschäft erfolgreicher machen**

Während Reputation und Kostenkontrolle immer wichtiger werden, sind andere Schlüssel-Value (und Profitabilität) Drivers von der Branche abhängig.<sup>627</sup>

### **7.5.1 Resultate der Studie**

Dienstleistungsunternehmen haben üblicherweise folgende Value Drivers: Persönliche Beziehungen, gut ausgebildete Mitarbeiter und Kosteneffizienz. Solche Value Drivers, im Speziellen die immateriellen und Personalressourcen, können durch eine Kombination von Strategie (z.B. Gehaltspläne) und rechtlichem Schutz abgesichert und ausgebaut werden. Um die Value Drivers messen zu können, schlägt Sifleet eine SWOT-Analyse vor.<sup>628</sup>

### **7.5.2 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers**

Für Sifleet sind zum einen Faktoren lediglich Value Drivers, wenn sie frei verwendet werden können und keinen Protektionsmassnahmen unterliegen (wie z.B. Unternehmensstrategie oder rechtlicher Schutz), welche den freien Gebrauch der Faktoren einschränken. Zum anderen sind für ihn die vorhandenen Ansätze für die Messung von Value Drivers ziemlich traditionell und es scheint, dass die Erreichung eines gemeinsamen Verständnisses darüber, was die Value Drivers

---

<sup>626</sup> vgl. Frederiksen, 2008.

<sup>627</sup> vgl. Sifleet, 2008.

<sup>628</sup> vgl. Sifleet, 2008.

sind und was ihr Beitrag ist, wichtiger ist, als eine Berechnung des Wertes des einzelnen Value Drivers oder der Summe der Value Drivers.

## **7.6 Value Drivers von PwC Schweiz**

Im Geschäftsbericht Schweiz des Geschäftsjahrs 2007/2008 hat PwC Schweiz insgesamt 10 von 60 Seiten dem Thema Value Management gewidmet.<sup>629</sup> Dies dient als Indikator dafür, wie wichtig das Management der Value Drivers für PwC ist.

### **7.6.1 Value Drivers**

PwC Schweiz betrachtet vier Value Drivers als entscheidend für ihr Geschäft. Es sind dies:

#### **1. Kundenbeziehung**

PwC hat das Ziel, sich in der Kundenbeziehung gegenüber der Konkurrenz in zweifacher Hinsicht zu differenzieren: Erstens durch exzellente Qualität und zweitens durch die Art der Dienstleistung.<sup>630</sup>

#### **2. Mitarbeiter**

PwC investiert in die Beziehung unter den Mitarbeitern und hat das Ziel, eine Umgebung zu schaffen, welche den Bedürfnissen ihrer Mitarbeiter gerecht wird. Gleichzeitig unterstützt PwC die Identifikation mit den Unternehmenszielen.<sup>631</sup>

---

<sup>629</sup> vgl. PwC, 2008, S. 3.

<sup>630</sup> vgl. PwC, 2008, S. 40.

<sup>631</sup> vgl. PwC, 2008, S. 42.

### 3. Prozesse

Menschen sind der Kern der Initiative „PwC-Experience“.<sup>632</sup> Sie sind diejenigen, welche eine positive Kundenerfahrung generieren und damit Vertrauen für den Erfolg des Geschäfts aufbauen. Die effektive Implementierung der Initiative bedingt ebenfalls Prozesse und Instrumente, welche das Vorgehen unterstützen.<sup>633</sup>

### 4. Marke

Die Marke PwC ist im Markt etabliert.<sup>634</sup> Vor 10 Jahren hat PwC einen neuen Branchenstandard für das Markenmanagement entwickelt. PwC baut immer noch auf dieser Kommunikation auf, um die Marktposition zu stärken.<sup>635</sup>

## 7.6.2 Beitrag in Bezug auf die Value Drivers

Die Value Drivers von PwC unterscheiden sich praktisch nicht von denjenigen in anderen Quellen. Es ist jedoch beachtlich, dass sie im Geschäftsbericht einen solch hohen Stellenwert erreichen. Offenbar sollen die Value Drivers einem breiteren Kreis kommuniziert, von ihm geteilt und gelebt werden um die gesteckten Ziele erreichen zu können. Solch ein breites Bekenntnis und die entstehende Diskussion darüber entblößen das Unternehmen zudem und machen es potentiell fehleranfällig. Ob es dieses Risiko auf sich nehmen kann oder nicht, hängt weitestgehend von der Unternehmenskultur ab. Deshalb ist die Art, wie das Unternehmen kommuniziert und über Value Drivers spricht, ein guter Indikator in Bezug auf die Tragweite der Value Drivers im täglichen Geschäft.

---

<sup>632</sup> PwC Experience ist eine Initiative, welche pyramidenförmig aufgebaut ist. Eine Seite der Pyramide wird Kundenerfahrung genannt, die andere wird Mitarbeitererfahrung genannt. Von oben nach unten ist die Pyramide in 4 Kolonnen unterteilt – wir investieren in Kundenbeziehung, wir investieren in Teams und Beziehungen, wir kommunizieren und kooperieren, wir versetzen uns in die Lage des Kunden/der anderen Personen und wir konzentrieren uns auf die Generierung von Kundennutzen resp. der Entwicklung unserer Mitarbeiter (PwC, 2008, S. 44.).

<sup>633</sup> vgl. PwC, 2008, S. 44.

<sup>634</sup> 1998 haben sich Revisuisse Price Waterhouse und STG-Coopers & Lybrand zu PricewaterhouseCoopers zusammengeschlossen (PwC, 2008, S. 2).

<sup>635</sup> vgl. PwC, 2008, S. 46.

## 7.7 Zusammenfassung

Basierend auf der Analyse der sechs Quellen, können die Value Drivers in eine Rangordnung gebracht werden. Diese Rangordnung dient als Masstab für die Bedeutung der Value Drivers (vgl. Tabelle 9):

1. **Mitarbeiter** (wurde bei allen Quellen erwähnt)
2. **Kundenbeziehung** und **Profil/Image/Reputation** (beide je dreimal erwähnt)
3. **Prozesse/organisatorische Eigenschaften, kundenorientierte Strukturen** und **Technologie** (allesamt zweimal erwähnt)
4. **Marke, Management, Marketing, Finanzen, Kosteneffizienz, Kultur** und **Arbeitsplatzeigenschaften** (allesamt einmal erwähnt)

	Tierney/Baveja/Rogers (2003)	Namasivayam/Denizci (2006)	La/Patterson/Styles (2008)	Frederiksen (2008)	Sifleet (2008)	PwC (2008)
Kundenbeziehung				x	x	x
Kundenorientierte Struktur	x		x			
Mitarbeiter	x	x	x	x	x	x
Prozesse /Organisatorische Eigenschaften		x				x
Marke						x
Technologie/Innovation			x	x		
Management				x		
Marketing				x		
Finanzen				x		
Profil/Image/Reputation			x	x	x	
Kosteneffizienz					x	
Kultur	x					
Arbeitsplatzeigenschaften		x				

**Tabelle 9:** Zusammenfassung der Value Drivers je Quelle<sup>636</sup>

<sup>636</sup> Eigene Darstellung.

Während die Resultate eine breite Zustimmung über die Wichtigkeit der Mitarbeiter ergeben, lassen sich bezüglich dem Verständnis des Begriffs „Mitarbeiter“ erhebliche Unterschiede feststellen (z.B. Unterscheidung zwischen Front/Backoffice, Wichtigkeit von Premium Bewertung -> Mitarbeiterumsatz etc.). Dies hat zur Folge, dass die Vergleichbarkeit der verschiedenen Studien/Artikel nur bedingt gegeben ist. Diese Einschränkung ist auch für die anderen Merkmale zu einem gewissen Grad gültig. Weiter scheinen auch verschiedene Konzepte zu existieren, wie die Value Drivers schliesslich in Werte umgewandelt werden können. Im Unterschied zu Tierney, Baveja und Rogers beschreiben nicht alle Quellen diese Konzepte. Tierney, Baveja und Rogers<sup>637</sup> stellen die Stars (Mitarbeiter) in den Fokus, weil das Unternehmen eine konsistente Kundenerfahrung sicherstellen muss, welche allein durch die Mitarbeiter erreicht werden kann. Zudem sollten partnerschaftliche Strukturen rund um Kundeninteressen gebildet werden.

Hier findet sich ein klares Konzept, wie Mitarbeiter und Strukturen/Führung Kunden beeinflussen können und damit der Unternehmenswert gesteigert werden kann. Dies führt zur Schlussfolgerung, dass sogar Tierney, Baveja und Rogers den Kunden nicht als Value Driver sehen. Sie sehen diesen als einen Einflussfaktor in Bezug auf die Definition und die Festlegung der Value Drivers.

Basierend auf den Erkenntnissen der analysierten Quellen wurde ein Fragebogen entwickelt. Dabei sind die wichtigsten Punkte aus den Quellen (Mitarbeiter, Kundenbeziehung und Reputation) ins Zentrum gestellt worden.

---

<sup>637</sup> Vgl. Tierney/Baveja/Rogers, 2003.



## 8. Resultate der Umfrage<sup>638</sup>

Auf Basis der Erkenntnisse des vorangehenden Kapitels wurde am 09. November 2008 ein Pre-Test durchgeführt, welcher an insgesamt 79 Treuhandunternehmen zusammen mit einem Begleitbrief versandt wurde. Das Total der Antworten betrug 13 Unternehmen (= 16.5%).

Am 12. November 2010 wurde die eigentliche Umfrage basierend auf dem ursprünglichen Fragebogen durchgeführt. Die Antworten aus dem Pre-Test haben aufgezeigt, dass der Fragebogen für repräsentative Ergebnisse geeignet ist und sich keine grösseren Verständnisfragen gestellt haben. Insgesamt wurden weitere 570 Treuhandunternehmen angeschrieben, womit der Fragebogen insgesamt an 649 Unternehmen verschickt wurde. Damit deckt der Fragebogen sämtliche<sup>639</sup> Treuhandunternehmen der Treuhandkammer Schweiz im Deutschsprachigen Raum ab. Von diesen 649 Unternehmen wurden insgesamt 164 Fragebogen<sup>640</sup> retourniert, was einer Rücklaufquote von 25.3% entspricht. Dieses Ergebnis ist sehr erfreulich. Es zeigt auch die Bereitschaft des Berufsstandes, sich mit den Fragen der eigenen Value Drivers auseinander zu setzen. Einige Unternehmen haben im Begleitschreiben erwähnt, dass der Fragebogen intern zu gewissen Abklärungen geführt habe, welche anschliessend in Strategiesitzungen der Geschäftsleitung diskutiert worden seien.

In diesem Kapitel wird auf die Schlüsselanalysen und Interpretationen der Bewertung von Dienstleistungsunternehmen und Value Drivers fokussiert. Dabei sollen die Erkenntnisse der Umfrage aufzeigen helfen, welche Value Drivers tatsächlich in der Praxis angewendet und von dieser auch als hilfreich eingeschätzt werden.

---

<sup>638</sup> Der Fragebogen findet sich in Anhang II: Fragebogen.

<sup>639</sup> Es wurden Fragebogen nur an deutschsprachige Unternehmen versandt, da die Rücklaufquote bei französischer oder italienisch sprechenden Unternehmern der Sprache wegen tendenziell tief gewesen wäre. Da die Fragen in Deutsch formuliert waren, wäre eine äquivalente Übersetzung in eine andere Sprache heikel gewesen, da dies die Ergebnisse hätte beeinflussen können. Damit keine solchen Effekte resultieren, wurde bewusst auf den Versand verzichtet.

<sup>640</sup> Wovon 12 Fragebogen nicht ausgefüllt wurden. Dabei wurden folgende Gründe aufgeführt: 1 x krankheitshalber, 3 x bevorstehende Pension, 3 x nicht geeignet für Umfrage, 1 x kein eigenes Personal, 1 x fusioniert, 3 x andere Gründe.

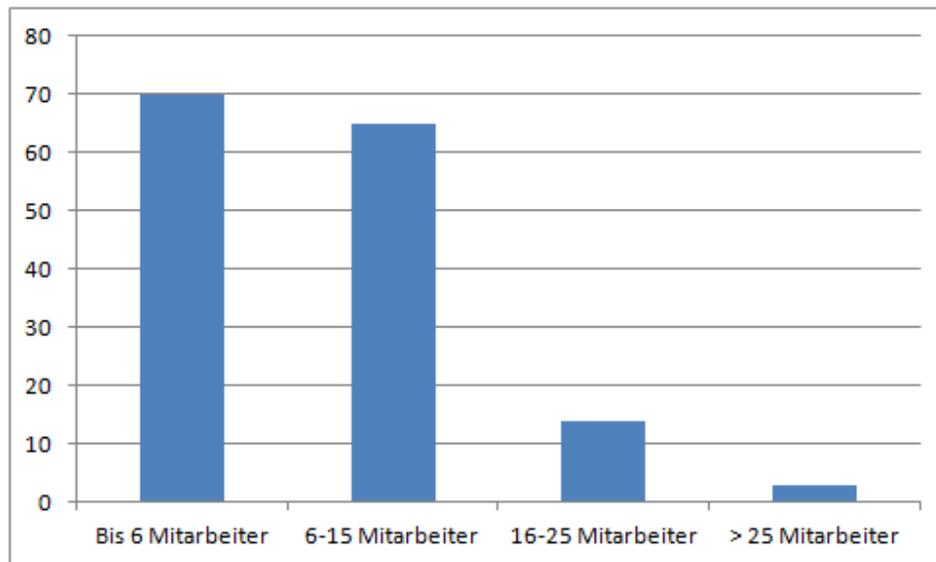
## 8.1 Informationen zu den befragten Unternehmen



Abbildung 34: Ortschaften der befragten Unternehmen<sup>641</sup>

Die Treuhandunternehmen haben durchschnittlich 20.5 Mitarbeiter, das kleinste einen, das grösste insgesamt 1840. Der Median beträgt 6 Mitarbeiter. Aufgrund der breiten Streuung wurden die Analysen in Kategorien eingeteilt (Kleinstunternehmen bis 5 Mitarbeiter, 6-15 Mitarbeiter, 16 bis 25 Mitarbeiter und > 26 Mitarbeiter). Die Aufteilung sieht dabei folgendermassen aus:

<sup>641</sup> Eigene Darstellung.



**Abbildung 35:** Umfrageteilnehmer, aufgeteilt in Grösse des Unternehmens<sup>642</sup>

Wie die Graphik zeigt, haben 135 Unternehmen weniger als 15 Mitarbeiter, was 88.8% der beantworteten Fragebogen ausmacht. Bei den Unternehmen zwischen 16 und 25 Mitarbeitern sind noch deren 14, bei den Unternehmen über 25 lediglich noch drei, wovon ein „Ausreisser“<sup>643</sup>, weshalb dieser letzten Kategorie kein grosser Stellenwert zuzuweisen ist. Da jedoch die Arbeit ohnehin nur KMU's betrifft, ist dies nicht weiter ein Problem.

<sup>642</sup> Eigene Darstellung.

<sup>643</sup> E&Y mit rund 1'840 Vollzeitstellen. Dieser Wert wird für die nachfolgenden Analysen nicht berücksichtigt, ansonsten die Aussagen verfälscht werden könnten. Weitere Anpassungen mussten keine vorgenommen werden.

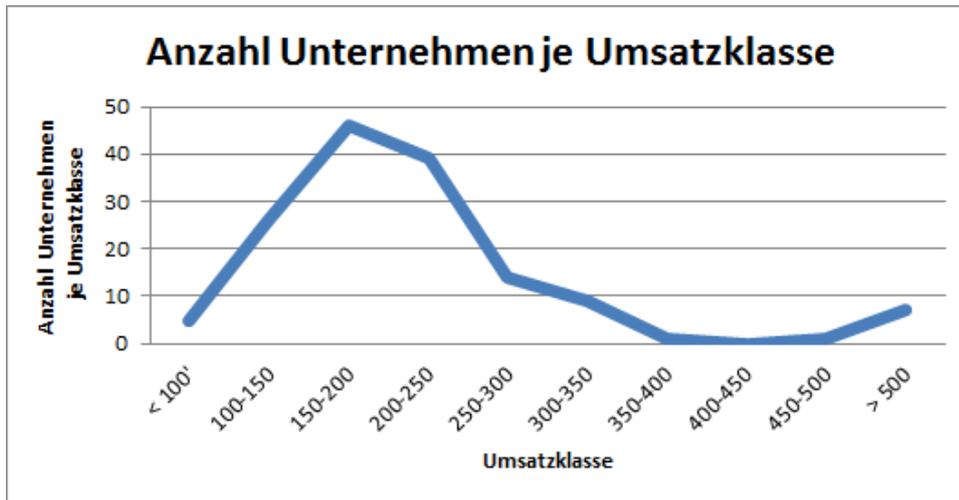


Abbildung 36: Umsatzverteilung gesamt<sup>644</sup>

Die Abbildung zeigt die Anzahl der Unternehmen je Umsatzklasse (Umsatz je Mitarbeiter). Die meisten Unternehmen liegen zwischen CHF 150'000 bis 200'000 Umsatz je Mitarbeiter. Sehr wenige Unternehmen sind sehr profitabel (> CHF 500'000 Umsatz je Mitarbeiter), resp. wenig profitabel (< CHF 100'000 je Mitarbeiter).

<sup>644</sup> Eigene Darstellung.

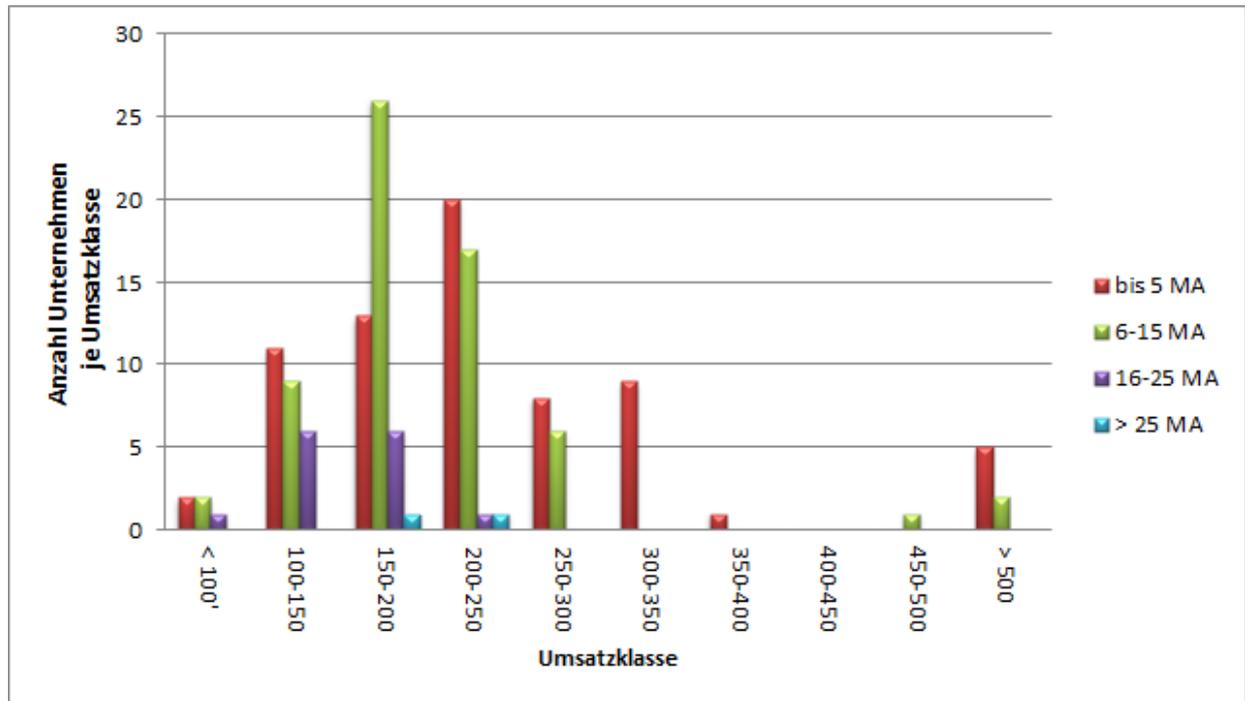


Abbildung 37: Umsatzverteilung je Klasse<sup>645</sup>

Die Graphik zeigt auf, dass der Umsatz mit der Grösse des Unternehmens schwankt. Grössere Unternehmen sind tendenziell ziemlich konstant, während kleinere Unternehmen tendenziell grössere Umsatzzwankungen aufweisen (entweder sehr umsatzstark oder auch teilweise unter CHF 100'000 Umsatz je Mitarbeiter). Generell dürfte ein Umsatz von CHF 150'000 bis CHF 250'000 als realistisch und branchenüblich betrachtet werden.<sup>646</sup>

Bezüglich den angebotenen Leistungen und hinsichtlich des Anteils der hierfür zuständigen Mitarbeiter besteht zwischen den Unternehmen ein geringer Unterschied.<sup>647</sup>

<sup>645</sup> Eigene Darstellung.

<sup>646</sup> Grössere Unternehmen werden tendenziell eher gegen CHF 150'000 Umsatz je Mitarbeiter tendieren, mittlere Unternehmen haben ein höheres Potenzial, verbunden mit einem erhöhten Risiko.

<sup>647</sup> Bei dieser Frage wurden zudem absichtlich 2x2 exakt identische Antworten eingebaut. Dies soll ein Indiz für die Genauigkeit der Beantwortung der Fragen ergeben. Nicht erstaunlich bei Fragebogen dieser Art ist auch das Resultat, dass die Antworten bis 8.6% (einmal 3% Abweichung, einmal 8.6% Abweichung) abweichen. Ein Indiz darüber, ob ein Faktor als Value Driver berücksichtigt werden kann oder nicht, ist allerdings bei dieser Abweichung nicht festzustellen.

angebotene Leistung	wichtigste Leistungen (%-Anteil sehr wichtig)	%-Anteil der Mitarbeiter für die Leistung
Steuern juristische Personen (98%)	Steuern juristischer Personen (66.2%)	Wirtschaftsprüfung (28%)
Steuern natürlicher Personen (96%)	Treuhand (64.2%)	Treuhand (25%)
Treuhand (95.4%)	Revision/Wirtschaftsprüfung (62.9%)	Finanz/Controlling/ Software-Beratung (17%)
Finanzbuchhaltung (94.7%)	Finanzbuchhaltung (61.6%)	Weitere...
Firmengründung (94.7%)	Steuern natürliche Personen (61.6%)	

**Tabelle 10:** Leistungen der befragten Unternehmen<sup>648</sup>

Einziges Unterschied ist, dass grössere Unternehmen tendenziell mehr verschiedene Dienstleistungen anbieten.

Die am meisten benutzte Unternehmensform ist die der Aktiengesellschaft (83.6%). Die durchschnittliche Anzahl der Aktionäre beträgt dabei 2.5 und davon haben 94% auch eine exekutive Funktion im Unternehmen inne.

Im Durchschnitt wird bei den befragten Unternehmen 86% des Umsatzes mit Stammkunden (maximal 100%, minimal 30%) erwirtschaftet. Die Kundenstruktur ist bei den meisten Unternehmen sehr vielschichtig. Nur sehr wenige Unternehmen empfinden, ein Klumpenrisiko zu haben. Dies wird mitunter auch auf die Unabhängigkeitsregeln der Treuhandkammer zurückzuführen sein.<sup>649</sup> Doch rund 60% der Unternehmen geben an, mit wenigen Kunden einen wesentlichen Anteil am Gesamtumsatz ihres Unternehmens zu erzielen. Weder eine Aufteilung, bei welcher der Grossteil des Umsatzes mit wenigen Kunden erzielt wird, noch eine solche mit ausgeglichener Kundenstruktur, erzielte in der Befragung hohe Anteile.

<sup>648</sup> Eigene Darstellung.

<sup>649</sup> vgl. Wegleitung zur Unabhängigkeit der Treuhandkammer.

Im Durchschnitt sind 36% der Mitarbeiter in der Geschäftsleitung, 27% sind ausgebildet (jedoch ohne Handlungsvollmacht), rund 25% sind Sachbearbeiter und 11% sind im administrativen Bereich tätig.

## 8.2 Lernen, Ausbildung und Weiterbildung

Es bestehen verschiedene Meinungen und Ansichten zum Thema Lernen, Ausbildung und Weiterbildung des Personals. Sowohl der Ausbildung bei der Einstellung eines Mitarbeiters als auch der praxisorientierten Weiterbildung wird ein beachtlicher Stellenwert beigemessen. Wenn auch bei etwas weniger Zustimmung, jedoch immer noch sehr wichtig, ist die Erfahrung bei der Einstellung und die theoretische Weiterbildung.

Generell kann festgehalten werden: Je grösser das Treuhandunternehmen, desto wichtiger werden Aus- und Weiterbildung (vgl. Abbildung 38<sup>650</sup>).

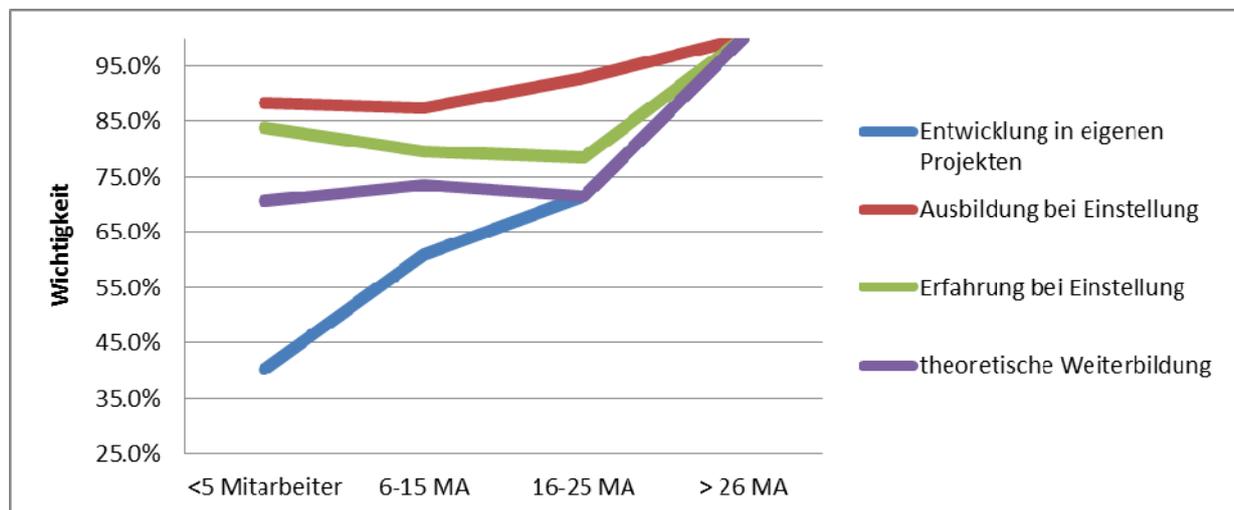


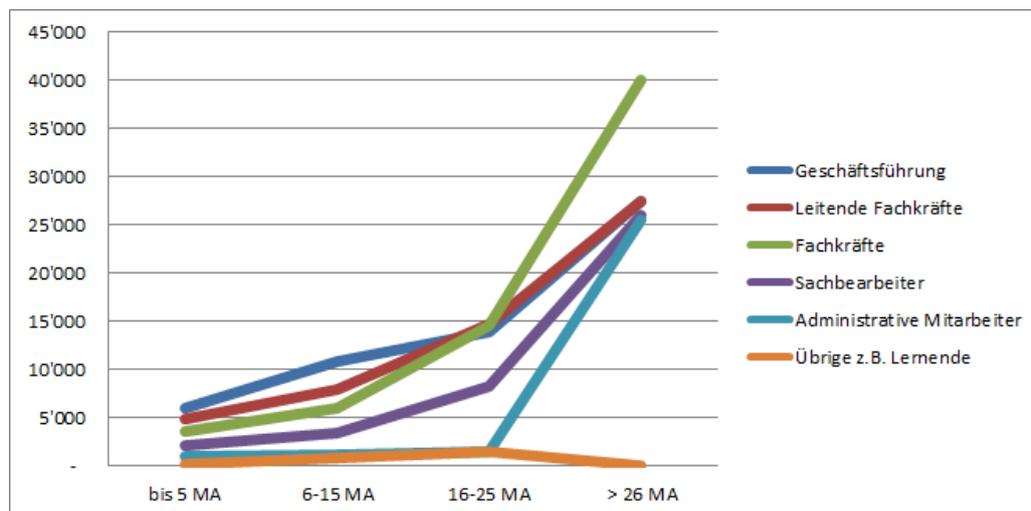
Abbildung 38: Wichtigkeit von Ausbildung/Weiterbildung

<sup>650</sup> Die Graphik zeigt die Zustimmung für wichtig/sehr wichtig je Grössenordnung des Unternehmens und je befragte Qualität der Mitarbeiter.

Für viele Leser wird die Erkenntnis der Bedeutung der Faktoren „theoretische und praktische Weiterbildung“ und der „Ausbildung“ keine Neuigkeit darstellen. Wesentlicher dabei ist die Tatsache, dass der wichtigste Punkt die praktische Weiterbildung (59.9% sehr wichtig, 35% wichtig) darstellt. Learning by Doing ist dabei zentral und lässt sich wohl mit dem breiten Spektrum an Aufgaben innerhalb des Treuhandbereichs erklären.

sehr wichtige Faktoren	wichtige Faktoren
Praktische Weiterbildung (59%)	Ausbildung bei Einstellung (49%)
Ausbildung bei der Einstellung (39%)	Erfahrung bei Einstellung (48%)
Erfahrung bei Einstellung (33.8%)	Theoretische Weiterbildung (44%)
	Praktische Weiterbildung (35%)

**Tabelle 11:** Die wichtigsten Merkmale bezüglich Lernen, Ausbildung und Weiterbildung<sup>651</sup>



**Abbildung 39:** Investitionen in Ausbildung der Mitarbeiter je Funktionsstufe<sup>652</sup>

Wie Abbildung 39 aufzeigt, investieren Unternehmen viel Geld in die Ausbildung der Mitarbeiter. Während Kleinstunternehmen in aller Regel am meisten Mittel für die Geschäftsführung ausgeben, investieren mittlere Unternehmen tendenziell mehr in die Fachkräfteausbildung.

<sup>651</sup> Eigene Darstellung.

<sup>652</sup> Eigene Darstellung.

Im Durchschnitt werden 9 Tage auf Ebene Geschäftsleitung investiert, was durchschnittlichen Kosten von CHF 9'000 pro Jahr entspricht.<sup>653</sup> Am zweitmeisten wird für leitende Fachkräfte mit Handelsvollmacht ausgegeben. Im Durchschnitt sind es rund 6 Tage oder CHF 8'000<sup>654</sup> pro Jahr. Erfahrene Mitarbeiter folgen mit 7 Tagen und Kosten von CHF 7'000.

### 8.3 Schlüsselmitarbeiter und Mitarbeiterfluktuation

Die durchschnittliche Mitarbeiterfluktuation liegt bei 7%<sup>655</sup>, was umgerechnet rund 0.6 Mitarbeiter pro Jahr entspricht.

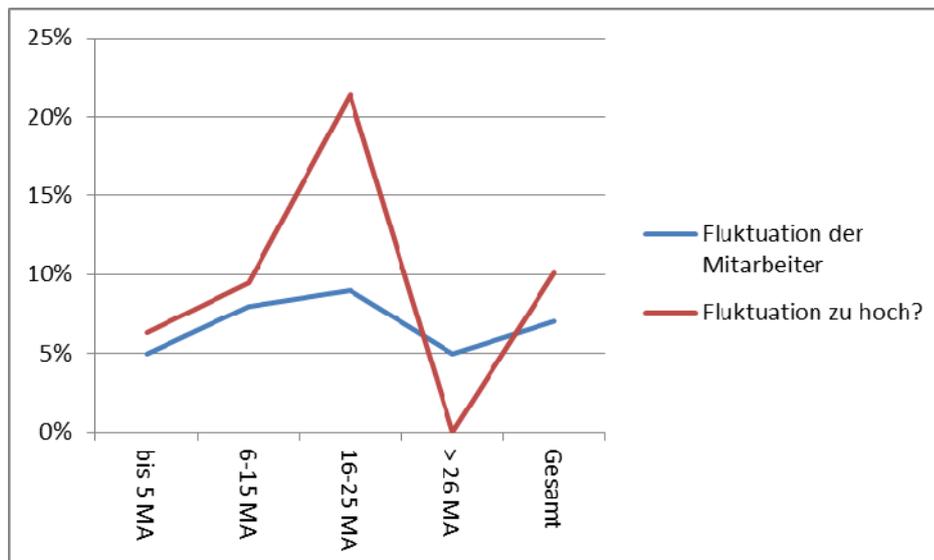


Abbildung 40: Mitarbeiterfluktuation<sup>656</sup>

Aus Abbildung 40 wird deutlich, dass die Mitarbeiterfluktuation bei durchschnittlich zwischen 5% und 10% anzusiedeln ist. Die meisten Unternehmer beurteilen diese Fluktuation als nicht zu hoch. Dies wird mitunter darauf zurückzuführen sein, dass aufgrund von Schwangerschaften, Weiterentwicklungsmöglichkeiten der Mitarbeiter oder von Ausbildungen, von einer

<sup>653</sup> Minimal CHF 1'000 bis maximal 60'000 pro Jahr.

<sup>654</sup> Minimal CHF 0 bis maximal 90'000 pro Jahr.

<sup>655</sup> Über alle befragten Unternehmen hinweg.

<sup>656</sup> Eigene Darstellung.

moderaten Fluktuation ausgegangen werden muss. Um jedoch eine entsprechende Fluktuation zu reduzieren, zeigt Tabelle 12 die wichtigsten Möglichkeiten auf, um Mitarbeitermotivation und Mitarbeiterbindung zu fördern.

motivierende Faktoren	sehr wichtige Faktoren für Mitarbeiterprävention	wichtige Faktoren für Mitarbeiterprävention
langer Mutterschaftsurlaub (91%)	Förderungen Nachwuchstalente (37%)	Viele Urlaubstage (61%)
Vergünstigte Mahlzeiten (87%)	Teilzeitmitarbeit (36%)	Interne Anlässe (60%)
Bezahlung hoher Boni (83%)	Weiterbildungsangebot (31%)	Boni (59%)
Gesunde Work/Life Balance (83%)	Möglichkeit für unbezahlten Urlaub (24%)	Teilzeitmitarbeit (57%)

**Tabelle 12:** Faktoren für Mitarbeitermotivation und Verhinderung von Mitarbeiterfluktuation<sup>657</sup>

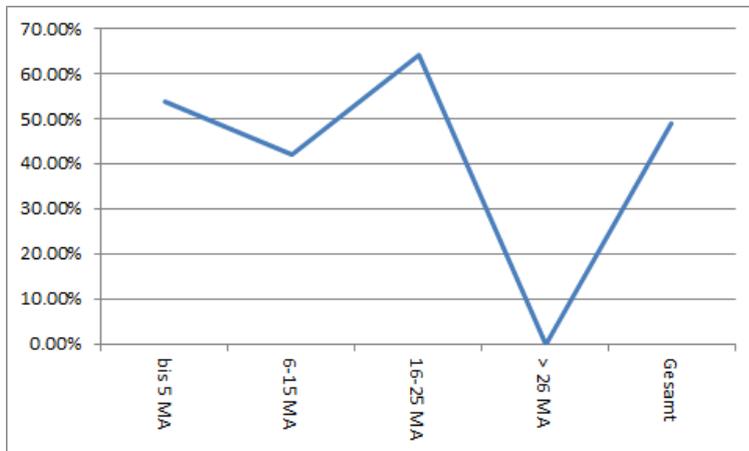
Zu den motivierendsten Elementen<sup>658</sup> zählt offensichtlich ein langer Mutterschaftsurlaub. Erstaunlicherweise punktet ebenfalls die vergünstigte Abgabe von Mahlzeiten. Boni und eine gesunde Work/Life-Balance folgen auf der Skala. In den Unternehmen lohnt sich die Prüfung von Teilzeitanstellungen, welche als probates Mittel gegen die Mitarbeiterfluktuation betrachtet werden. Auch ist die Förderung von Nachwuchstalente anzustreben. Urlaub und die Möglichkeit von unbezahltem Urlaub folgen. Erstaunlicherweise wird das Auszahlen von Boni lediglich von rund der Hälfte der Befragten mit wichtig bis sehr wichtig eingestuft.

Schlüsselmitarbeiter lassen sich in vielen Unternehmen finden. Die Bindung dieser Mitarbeiter zählt zu den herausforderndsten und lohnendsten Bereichen des Managements, da diese Mitarbeiter ein Mehrfaches des Aufwands wieder zurückfliessen lassen. 65% der befragten Unternehmen glauben, dass ihre Performance von Schlüsselmitarbeitern abhängt. Lediglich 49% sehen es als schwierig an, Schlüsseltalente zu rekrutieren resp. im Unternehmen zu behalten. Dieser Prozentsatz schwankt jedoch stark in Bezug auf die Unternehmensgrösse.

<sup>657</sup> Eigene Darstellung.

<sup>658</sup> Weitere nicht befragte Punkte wären beispielsweise: Barauszahlungen, Beitrag an Pensionskasse, Goodies, Gesellschaftsanlässe, gleitende Arbeitszeiten, Respekt, etc.

Kleinstunternehmen (54% Zustimmung) und Unternehmen zwischen 16 und 25 Mitarbeitern<sup>659</sup> sehen es als am schwierigsten an, Leistungsträger zu rekrutieren.



**Abbildung 41:** Ist es schwierig Schlüsselmitarbeiter zu finden?<sup>660</sup>

Schlüsselmitarbeiter lassen sich nur schwer an ein Unternehmen binden. Trotzdem ist es entscheidend, dass ein Unternehmen sein bestmögliches versucht, um im Konkurrenzvergleich positiv abzuschneiden. Gemäss Befragung sind das fachliche Weiterbildungsangebot<sup>661</sup>, die Möglichkeit von Teilzeitangeboten<sup>662</sup>, ein überdurchschnittlicher Lohn<sup>663</sup> und eine allfällige Beteiligung an der Firma<sup>664</sup> entscheidende Stellhebel, um eine Fluktuation zu verhindern.

Nachdem nun auch die Studie die Wichtigkeit der Mitarbeiter und v.a. der Schlüsselmitarbeiter aufgezeigt hat und entsprechende Lösungsansätze präsentiert wurden, soll nun im Weiteren die Mitarbeiterleistung und deren Messung im Vordergrund stehen.

<sup>659</sup> 64% Zustimmung.

<sup>660</sup> Eigene Darstellung.

<sup>661</sup> 91% der Befragten sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

<sup>662</sup> 82% der Befragten sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

<sup>663</sup> 81% der Befragten sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

<sup>664</sup> 77% der Befragten sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

## 8.4 Mitarbeiterleistung und Messung

Während 63% der Unternehmen ein System integriert haben, welches die Mitarbeiterperformance misst, werten lediglich 45% der Unternehmen das System aus, um das Ergebnis im Gehalt resp. Bonus zu berücksichtigen. Nachfolgende Tabelle zeigt die sehr wichtigen resp. wichtigen Performancemessungsfaktoren für Mitarbeiter auf. Der mit Abstand wichtigste ist dabei die Festlegung von individuellen qualitativen Zielen<sup>665</sup> (99% der Befragten sehen dies als sehr wichtig oder wichtig an).

sehr wichtige Faktoren	wichtige Faktoren
individuelle qualitative Ziele (60%)	Beurteilung des letzten Jahres (49%)
Qualitative Team-Ziele (40%)	Flexibilität (48%)
Flexibilität (36%)	Gesamtfirmen-Ziele (45%)
Gesamtfirmen-Ziele (26%)	individuelle qualitative Ziele (43%)

**Tabelle 13:** Wichtigste Kriterien für die Messung der Mitarbeiterperformance<sup>666</sup>

Die Messung der Ziele ist jedoch nur die eine Seite der Medaille. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sehr wichtigen resp. wichtigen Kriterien für die Bonusauszahlung auf. Dabei ist das wichtigste Merkmal die Beurteilung der Mitarbeiterperformance (94% der Befragten sehen dies als sehr wichtig oder wichtig an).

sehr wichtige Faktoren	wichtige Faktoren
Beurteilung Mitarbeiterperformance (58%)	Durchschnitt aller Bonuszahlungen (42%)
Unternehmensgewinn (54%)	Beurteilung Mitarbeiterperformance (36%)
Totaler Betrag der Bonuszahlungen (25%)	Totaler Betrag der Bonuszahlungen (36%)

**Tabelle 14:** Wichtige Faktoren für Bonuszahlungen<sup>667</sup>

<sup>665</sup> Wie z.B. gute Arbeit.

<sup>666</sup> Eigene Darstellung.

<sup>667</sup> Eigene Darstellung.

Der Einfluss der Mitarbeiterleistung auf den Unternehmenswert kann aufgrund zweier Hauptgründe als sehr wichtig betrachtet werden. Einerseits hängen die angebotenen Dienstleistungen sehr stark von der individuellen Performance der Mitarbeiter<sup>668</sup> ab. Andererseits ist auch das Persönliche eine sehr entscheidende und wichtige Ressource innerhalb eines Unternehmens<sup>669</sup>. Die zwei hauptsächlichen Gründe, weshalb die Mitarbeiterleistung nicht für die Unternehmensbewertung berücksichtigt werden soll, sind die Subjektivität der Beurteilung (59% Zustimmung) und die Tatsache, dass die Leistungsbeurteilung tendenziell zu positiv ausfällt.

Von insgesamt 12 verschiedenen Faktoren<sup>670</sup>, welche den Unternehmenswert beeinflussen, sind die wichtigsten kurz-, mittel- und langfristig sehr konsistent.

Faktoren mit kurzfristigem Einfluss auf Unternehmenswert	Faktoren mit mittelfristigem Einfluss auf Unternehmenswert	Faktoren mit langfristigem Einfluss auf Unternehmenswert
Fachkräfte/Leistungsträger (98%)	Reputation (99%)	Weiterbildung der Leistungsträger (96%)
Person des Partners (97%)	Kundenbasis (99%)	Weiterbildung der Mitarbeiter (95%)
Reputation (95%)	Fachkräfte (99%)	Kundenstamm (94%)
Dienstleistungsangebot (94%)	Person des Partners (98%)	Rekrutierung der richtigen Mitarbeiter (93%)

**Tabelle 15:** Faktoren, die den Unternehmenswert kurz-, mittel- und langfristig beeinflussen<sup>671</sup>

Generell kann festgehalten werden, dass der Person des Partners eine zentrale Rolle zufließt. Auch die Reputation und der Kundenstamm gehören zu den wichtigsten Faktoren (vgl. nachfolgende Graphik).

<sup>668</sup> 94% sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

<sup>669</sup> 89% sehen dies als wichtig resp. sehr wichtig an.

<sup>670</sup> Weitere Faktoren wären beispielsweise Kundenorientierung, Preis/Leistungsverhältnis, Nutzen der Produkte/Dienstleistungen, gutes Betriebsklima uvm.

<sup>671</sup> Eigene Darstellung.

<b>KURZFRISTIG SEHR WICHTIG</b>				
	bis 5 MA	6-15 MA	16-25 MA	> 26 MA
Person des Partners	79.6%	77.6%	62.5%	100.0%
Reputation	73.6%	60.3%	66.7%	100.0%
Kundenstamm	69.8%	69.6%	50.0%	100.0%

<b>MITTELFRISTIG SEHR WICHTIG</b>				
	bis 5 MA	6-15 MA	16-25 MA	> 26 MA
Person des Partners	69.6%	68.3%	80.0%	50.0%
Reputation	53.6%	59.6%	70.0%	100.0%
Kundenstamm	62.5%	64.4%	66.7%	100.0%

<b>LANGFRISTIG SEHR WICHTIG</b>				
	bis 5 MA	6-15 MA	16-25 MA	> 26 MA
Person des Partners	62.5%	65.6%	75.0%	0.0%
Reputation	62.5%	56.7%	100.0%	50.0%
Kundenstamm	57.4%	62.9%	76.9%	50.0%

**Tabelle 16:** kurz-/mittel-/langfristig sehr wichtige Faktoren für Unternehmenswert

## 8.5 Fazit aus der Umfrage

Wie die repräsentative Umfrage aufzeigt, ist bei den befragten Unternehmen der Fokus auf die Mitarbeiter, den Kundenstamm und die Reputation des Unternehmens sehr wichtig. Im Bereich der Mitarbeiter ist v.a. entscheidend, dass sich diese laufend weiterbilden (praktische und theoretische Weiterbildung). Auffallend ist, dass diese Faktoren umso entscheidender werden, je grösser das Unternehmen ist. Auch die Investitionen je Mitarbeiter sind entscheidend, denn insbesondere damit kann der langfristige Erfolg erreicht werden. Interessanterweise nehmen die Investitionen in diesem Bereich deutlich zu, je grösser das entsprechende Unternehmen ist. Generell wurde auch eine sehr tiefe Fluktuationsquote festgestellt (zwischen 5-10%). Zentraler Punkt zur Verhinderung jener wird im langfristigen Mutterschaftsurlaub oder auch in finanziellen Aspekten (Bonis, mehr Urlaubstage) gesehen. Teilzeitbeschäftigungen sind ebenfalls eine Möglichkeit zur Verhinderung von Fluktuation. Schlüsselmitarbeiter sind gerade bei Unternehmen bis 25 Mitarbeiter schwierig zu finden. Grössere Unternehmen sehen keine Probleme bei der Rekrutierung. Im Bereich der Reputation und Kundenbeziehungen sind

verschiedene Faktoren entscheidend. Generell liegt wohl eine grosse Last auf dem Inhaber eines Treuhandunternehmens, da das Geschäft sehr stark mit ihm identifiziert wird.



# 9. Analyseinstrument beim Kauf von Dienstleistungsunternehmen

Basierend auf der Analyse der Theorie der Value Drivers in Kapitel 7 und den Resultaten aus der Befragung in Kapitel 8 wurde ein Bewertungsinstrument entwickelt. Ziel des Instruments ist eine Unterstützung zur Messung der Value Drivers zweier Unternehmen. Es hilft zu analysieren, ob die Value Drivers der Unternehmen zusammen passen oder nicht, wie sie das tägliche Geschäft der Unternehmen beeinflussen und wie die Value Drivers behandelt, sowie auch verstanden werden. Das Ziel dahinter ist eine Steigerung des Unternehmenswerts zu erreichen resp. den Unternehmenswert langfristig zu erhalten.

## 9.1 Struktur des Instruments

Wie bereits in den vorherigen Kapiteln aufgezeigt, scheint bei Praktikern ein einfaches Modell eine starke Präferenz zu haben. Das Instrument muss zudem Einblick auf die Value Drivers gewähren und eine Orientierungshilfe bezüglich der positiven als auch negativen Aspekte aufzeigen. Faktoren können dabei das Risiko, die Einfachheit oder Konfusion, potenzielle Verständnisprobleme etc. sein. Deshalb liegt das Ziel darin, ein einfaches Instrument zu entwickeln, welches mittels einer beschränkten Anzahl von Faktoren eine Diskussion unter den involvierten Parteien entstehen lässt. Dabei wird darauf geachtet, welche Faktoren bei den Unternehmen als wichtig oder unwichtig gelten oder ob sich die Faktoren gleichen. Damit soll bei einem Kauf eine einfache Integration sichergestellt werden.<sup>672</sup>

---

<sup>672</sup> vgl. dazu auch den Sifleet-Vorschlag mit einer Swot-Analyse zu starten, um die Value Drivers zu messen.

### 9.1.1 Value Drivers

Basierend auf der Analyse der Theorie der Value Drivers aus Kapitel 7, welche durch die Resultate des Fragebogens in Kapitel 8 bestätigt wurden, wurde ein Instrument mit folgenden drei Value Drivers entwickelt:

**a) Mitarbeiter:**

Mitarbeiter sind der Schlüssel Value Driver, selbst dann, wenn sowohl die spezifischen Komponenten der Mitarbeiter (Wissen, kulturelles Verhalten etc.) als auch das Verständnis für höhere Wertschöpfung (vgl. dazu auch Kapitel 8) unterschiedlich sind. Auch wenn sich der Value Driver sehr stark von Unternehmen zu Unternehmen unterscheidet, sollte er dennoch anhand objektiver Kriterien beurteilt werden.

**b) Kundenbeziehung:**

Kunden sind die einzigen Profitcenter<sup>673</sup> (alles andere ist ein Cost Center). Die Kundenbeziehung kann deshalb als Weg zum Ziel betrachtet werden. Eine existierende Kundenbeziehung führt nur zu Gewinn, wenn sie auch nach einem Verkauf weiter gepflegt wird. Wenn ein Unternehmen sich in der Pflege der Kundenbeziehung wesentlich verändert, kann dies zu einer Kundenfluktuation führen.

**c) Profil, Image, Reputation:**

Dieser Value Driver bezieht sich darauf, wie das Unternehmen im Markt etabliert ist, für was es einsteht und wie die Angebote gegenüber potenziellen Kunden gemacht werden. Es können verschiedene Ansätze zum Erfolg führen.<sup>674</sup> Wenn zwei verschiedene Ansätze von Unternehmen nicht zusammenpassen, kann dies im Markt zu starker Konfusion

---

<sup>673</sup> Kirkby zitiert in ihrem Artikel bezüglich Kundenwert Drucker, welcher aufzeigt, wie wichtig das Verständnis ist, dass Kunden Gewinn generieren. Deshalb sollte ein Unternehmen den Wert aus Sicht des Kunden und nicht aus interner Sicht heranziehen (Kirkby, 2007.).

<sup>674</sup> z.B. bieten die Hilton Hotels und Best Western weltweit sehr erfolgreich Unterkünfte an. Trotzdem unterscheiden sie sich sehr stark in Bezug auf Kundenservice und Kundenwert.

führen. Die Transaktion endet in einem Misserfolg, wenn dieser Aspekt nicht genügend beachtet wird.

### 9.1.2 Bewertungsansatz

Die Analyse von verschiedenen Bewertungsinstrumenten hat aufgezeigt, dass ein Fragebogen einen guten Bewertungsansatz für qualitative Faktoren darstellt. Jede Frage soll geeignet sein, ein bestimmtes Kriterium des Value Drivers zwischen zwei Unternehmen zu vergleichen und es in Bezug auf die Übereinstimmung zwischen den Unternehmen einteilen. Folgende Merkmale wurden dabei verwendet:

++ = extrem gleich

+ = sehr gleich

0 = gleich

- = ein bisschen anders

-- = stark anders

Eine Option mit „ich weiss nicht“ ist ebenfalls vorgesehen, sollte keine Information vorliegen. Für jeden Value Driver (Mitarbeiter, Kundenbeziehungen und Profil/Image/Reputation) wurden 10 Fragen definiert.

Der Vorteil dieses Ansatzes besteht darin, dass die Anwendung des Instruments einfach und verständlich ist. Der Ansatz fördert das Gespräch zwischen den involvierten Parteien. Es erlaubt zudem individuelle Prioritäten zu setzen.

Kritiker des Ansatzes mögen rügen, dass dieser Ansatz eine gewisse Subjektivität der Resultate fördert. Diesen Kritikern kann entgegen gehalten werden, dass die involvierten Parteien

miteinander die Resultate aus den Fragen in einer Brainstorm-Session analysieren müssen, um damit falsche Rückschlüsse bestmöglich verhindern zu können.

### **9.1.3 Resultate**

Basierend auf dem Verständnis der Praxisfälle in Kapitel 5, suchen Verhandlungspartner nicht zwingend nach einer einzigen Zahl für den Unternehmenswert. Deshalb soll auch dieses Instrument nicht nur einen einzigen Wert aufzeigen. Es soll anhand der Antworten der befragten Unternehmen ein Spektrum für mögliche Synergien oder potentielle Gefahren aufdecken. Nachfolgende Graphik enthält eine Zusammenfassung der oben definierten Value Drivers. Danach besteht für den Value Driver „Mitarbeiter“ einiges Gefahrenpotenzial (roter Teil der Graphik). Beim Value Driver Reputation wird das Gefahrenpotenzial bedeutend kleiner eingestuft. Die Synergien werden als Summe von ++ (zweifach) und + (einfach) gewichtet. Antworten mit 0 werden mit 0 gewichtet und beeinflussen deshalb die Graphik nicht. Die Berechnung von potentiellen Gefahrenpotenzialen werden analog den möglichen Synergien mitberücksichtigt.

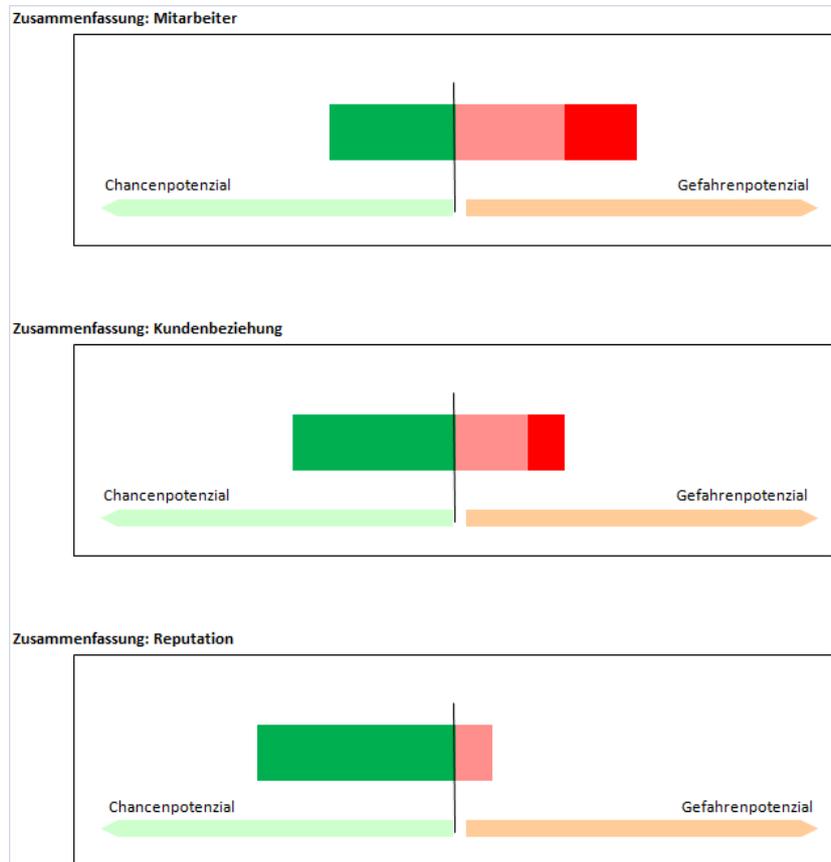


Abbildung 42: Bewertungsinstrument Resultate<sup>675</sup>

### 9.1.4 Inhalt des Instruments

Die Struktur des Instruments wurde im vorherigen Kapitel erläutert. Es ist nun der Fokus auf den Inhalt der Fragen für die drei Value Drivers zu legen. Die Fragen wurden sowohl basierend auf den Erkenntnissen von Kapitel 7 und den damit zusammenhängenden Folgerungen aus den analysierten Quellen (7.1.2, 7.2.2, 7.3.3 etc.) als auch aufgrund der Resultate der Befragung (Kapitel 8) erstellt. Die unten aufgeführten Fragen sind genereller Natur. Für den einzelnen Gebrauch sind sie den spezifischen Begebenheiten des Unternehmens anzupassen.

<sup>675</sup> Eigene Darstellung.

### 9.1.5 Mitarbeiter

Basierend auf der Literatur und der Befragung, werden folgende 10 Fragen für die Analyse der wesentlichen Unterschiede der Mitarbeiter ins Instrument integriert.

- Haben beide Unternehmen dieselbe Auffassung darüber, welche spezifischen Mitarbeiter als Value Driver gesehen werden (in Bezug auf Wissen, Teamstruktur, Kundenbeziehung etc.)?
- Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept, wie Mitarbeiter überdurchschnittlich zum Unternehmenswert beitragen können?
- Teilen beide Unternehmen dasselbe Verständnis, wie Front-Mitarbeiter durch die Back-Office-Mitarbeiter unterstützt werden?
- Wie stark passen die Steuerungskonzepte der Mitarbeiter zusammen, um langanhaltenden Kundenwert für die beiden Unternehmen zu generieren?
- Wie ähnlich ist das Management resp. das Führungssystem der beiden Unternehmen? Wie verschieden werden Führungssysteme auf Gruppen oder Mitarbeitertypen angewendet?
- Wenden beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz für die Mitarbeiterbeurteilung an?
- Wenden beide Unternehmen ähnliche Kompensationsmodelle für das tägliche Geschäft an?

- Wie ähnlich sind die Instrumente, um die Mitarbeitermotivation zu steigern und damit die Mitarbeiterfluktuation im Griff zu haben (Ferientage, Schwangerschaftsurlaub etc.)?
- Haben die beiden Unternehmen ein ähnliches Verständnis über Schlüssel Talente und über die Beurteilung und v.a. Förderung dieser Mitarbeiter?
- Wie ähnlich sind die Angebote für Lernen, Ausbildung und Entwicklung? Wie können Mitarbeiter davon partizipieren resp. daran teilnehmen?

### **9.1.6 Kundenbeziehung**

Neben Fragen bezüglich bestehenden und potenziellen Kundenbeziehungen, deren Bewertung, Aufbau und Erhaltung wird auch nach den Value Driver „Kundenbeziehung“ und Kundenteilnahme im Dienstleistungsprozess gefragt:

- Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis, was spezifisch in der Kundenbeziehung als Value Driver gesehen wird (repetitive Dienstleistungen, Up-/Cross-Verkäufe, Attraktivität zu neuen Kunden etc.)?
- Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept, wie Kundenbeziehung in überdurchschnittlichen Unternehmenswert transferiert werden kann?
- Können die Kundenbeziehungen des gekauften Unternehmens (und deren Mitarbeitern) vom Käufer frei genutzt werden (oder sind diese an Restriktionen gebunden)?
- Wie wahrscheinlich können die existierenden Kundenbeziehungen nach der Transaktion ausgebaut werden (z.B. werden Kunden nach der Transaktion immer noch Kunden

sein)?

- Wie ähnlich ist das Managementsystem, welches die beiden Unternehmen für verschiedene Kunden benutzen (in Bezug auf Leistung, Grösse, strategische Wichtigkeit, Beziehungsgeschichte etc.)?
- Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz um die Kundenbeziehung zu messen?
- Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz um die Kundenbeziehung zu erhalten und auszubauen?
- Wie ähnlich ist die Kommunikation von beiden Parteien in Bezug auf die Kundenbeziehung und das erwartete Commitment zur Kundenbeziehung im täglichen Geschäft?
- Haben beide Unternehmen ein ähnliches Verständnis wie kundenspezifische Leistung zur Erreichung von Kundenwert erzielt und gemanaged wird?
- Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis, was die Rolle des Kunden im Dienstleistungsprozess ist?

### **9.1.7 Reputation**

Die Fragen in Bezug auf die Reputation des Unternehmens fokussieren einerseits auf die bestehende Reputation des Unternehmens und andererseits, wie diese Reputation beeinflusst wird.

- Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis, weshalb ein spezifisches Profil / Bild / Reputation als Value Driver gesehen wird (Reputation im Markt, Media Buzz, Marke etc.)?
- Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept, wie Profil / Bild / Reputation in überdurchschnittlichen Unternehmenswert transferiert werden kann?
- Wie ähnlich ist der Ansatz der beiden Unternehmen im Bestreben das Profil / Bild / Reputation in Bezug auf verschiedene Gruppen und Dienstleistungen, Divisionen und Länder zu steigern?
- Wie ähnlich sind die Konzepte der beiden Unternehmen um das Profil / Bild / Reputation zu messen (z.B. funktionale vs. emotionale Merkmale etc.)?
- Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz, um das Profil / das Bild / die Reputation zu kommunizieren?
- Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Fokus, um das Profil / das Bild / die Reputation beizubehalten?
- Wie ähnlich ist das Verständnis der beiden Unternehmen in Bezug auf Umstände von potentiellen Kunden?
- Teilen beide Unternehmen ein ähnliches Verständnis, wie die Umstände von potentiellen Kunden analysiert werden können (Erwartungen, Erfahrungen, Innovation)?
- Teilen beide Unternehmen ein ähnliches Konzept, wie man die Rahmenbedingungen von potenziellen Kunden verändern kann, um den Kundenwert zu steigern?

- Wie gut passen die Pläne der beiden Unternehmen zusammen, um potenzielle Reputationsprobleme / Krisen abzuwenden?

## 9.2 Beispieltransaktion für das Analyseinstrument

Nachdem das Instrument mit Microsoft Excel erstellt war, wurden alle 30 Fragen für einen imaginären Fall beantwortet. Ziel war, die Zweckmässigkeit, aber auch Einschränkungen des Instruments herauszufinden. Die Resultate werden in Anhang VII bis X aufgezeigt.<sup>676</sup> Das Beispiel zeigt auf, dass das Instrument Stärken hat, nämlich das sofortige Erkennen von Synergien und Gefahren. Es kann jedoch auch dazu führen, dass der Benutzer dazu geneigt ist, die Antworten in Richtung eines positiven Hoffnungsszenarios zu manipulieren.

Dessen ungeachtet zeigt das Instrument einen einfach anzuwendenden Ansatz auf, um Diskussionen anzuregen. Diese Diskussionen sind hilfreich um zu einem gemeinsamen Verständnis zu gelangen. Ziel soll es dabei sein, mögliche Risiken nach der Transaktion frühzeitig zu erkennen und deshalb ein mögliches Scheitern zu vermeiden.

---

<sup>676</sup> Der Anhang zeigt die Fragen und die Ordnung der Value Drivers Mitarbeiter, Kundenbeziehung und Reputation.

# 10. Thesenförmige Zusammenfassung

Wie in dieser Arbeit aufgezeigt wurde, ist die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen tendenziell schwierig und ergibt in der Praxis einen grossen Interpretationsspielraum. Gerade wegen der Grösse und der enormen Abhängigkeit der Mitarbeiter/Partner vom Unternehmen kann keine Standardbewertung durchgeführt werden. Es hat sich gezeigt, dass bei der Nachfolgelösung andere Faktoren gerade so wichtig sind, wie die Bewertung des Unternehmens.

Mit Blick auf die Forschungsfrage wurde der Fokus in dieser Arbeit auf Faktoren gelegt, welche den Unternehmenswert eines KMU-Dienstleistungsunternehmens kurz-, mittel- und langfristig beeinflussen. Ebenfalls interessierte dabei die richtige Wahl einer Bewertungsmethode, welche der Branche am besten Rechnung trägt.

Dabei wurde die Arbeit in verschiedene Bereiche aufgeteilt, welche im vorliegenden Kapitel im Sinne einer Synthese zusammengeführt werden.

Kapitel vier gab einen allgemeinen Überblick über die Bewertungsmethoden. Dabei wurde der Fokus speziell auf die Bewertung von KMU-Dienstleistungsunternehmen gelegt. Es zeigte sich eine Tendenz der Bewertung anhand zukünftiger Faktoren, da u.a. die Substanzwertmethode dem Umstand eines stark umsatzabhängigen Geschäfts nicht genug Rechnung trägt. Sowohl für Dienstleistungsunternehmen (Kapitel 4.9.1) als auch für KMU-Unternehmen (4.9.2) wurden **Bewertungsmethoden** vorgeschlagen.

Auch wurden diverse Zu- und Abschläge und die Behandlung von KMU-Abzügen detailliert erläutert. Im Weiteren wurde auch dem Aspekt des zutreffenden **Diskontierungsfaktors** genügend Rechnung getragen. Es wurde in Kapitel 4.9.3 aufgezeigt, welche Herausforderungen im gegenwärtigen Umfeld in Bezug auf Diskontierungsfaktoren bestehen.

Beim **Residualwert** ist bei der Bewertung von Unternehmen ein grosser Spielraum vorhanden. Es zeigte sich auch bei der Literaturanalyse auf, dass dieselben Problembereiche innerhalb der Bewertungsmethoden ebenfalls für die Bewertung eines KMU-Dienstleistungsunternehmens gelten. Die **Teilhypothese 2** lässt sich deshalb bejahen.<sup>677</sup> Schliesslich kann eine qualitativ gute Bewertung von einer schlechten nur dadurch unterschieden werden, dass bei der ersteren die individuelle Situation berücksichtigt wird und die richtigen Parameter gewählt werden.

In Kapitel fünf wurde anhand diverser Praxisfälle die Herangehensweise bei der Methodenbestimmung erläutert. Ziel jenes Kapitels war nicht eine wissenschaftliche Aussage über die Methode zu erhalten, sondern die praktische Herangehensweise bei KMU-Dienstleistungsverkäufern aufzuzeigen. Vielfach stand für den Verkäufer nicht die Bewertungsmethode per se, sondern die passende Nachfolgelösung im Vordergrund. KMU-Dienstleister sind nicht primär auf den Gewinn bedacht, sondern legen grössten Wert auf die zukünftige Entwicklung des meist selbst mühsam aufgebauten Unternehmens – ihrem Lebenswerk.

In Kapitel sechs wurden Gerichtsentscheide analysiert, welche sich mit dem Thema der Bewertung auseinandersetzen. Dabei wurden v.a. bundesgerichtliche und mithin letztinstanzliche Urteile untersucht. In der Analyse der Gerichtsentscheide zeigt sich analog der Praxisfälle eine eher pragmatische Bewertung von Unternehmen. Obwohl hier nicht primär der Fokus auf Dienstleistungsunternehmen gelegt wurde<sup>678</sup>, sind Rückschlüsse für KMU-Dienstleister zulässig. In den analysierten Gerichtsentscheiden konnte keine dominante Methode festgestellt werden. Vielmehr wird aufgezeigt, dass im Einzelfall entschieden werden muss, welche Methode adäquat ist.

---

<sup>677</sup> Die Teilhypothese 2 lautete: „Innerhalb der Bewertungsmodelle finden sich für Dienstleistungsunternehmen dieselben Problembereiche (Residualwert, risikoloser Zinssatz, Kapitalkosten etc.) wie bei anderen Branchen.“

<sup>678</sup> Die Unterscheidung lässt sich aufgrund der teilweise fehlenden Informationen zur Branche nicht vornehmen.

---

Aufgezeigt wurde ferner, dass bei einem KMU-Dienstleister nicht allein die Bewertung, sondern auch andere Faktoren wichtig sind. Die **Teilhypothese 1**<sup>679</sup> kann deshalb bejaht werden. Dazu zählen die Werttreiber (Value Drivers) eines Unternehmens, welchen Kapitel sieben gewidmet ist. Um kurz-, mittel- und langfristig erfolgreich zu sein, müssen die Value Drivers zwingend berücksichtigt werden. Nur mit einer gezielten Adressierung und Strategiesetzung kann der Unternehmenserfolg nachhaltig gehalten oder verbessert werden. Kapitel sieben zeigte dabei auf, welche Value Drivers bei Dienstleistungsunternehmen wichtig sind. Dabei wurden als Erfolgsfaktoren die Mitarbeiter, die Kundenbeziehung und das Profil/Image resp. Reputation basierend auf sechs Literaturquellen als zentral und wichtig herausgefunden.

Ausgehend von den Resultaten des Kapitels wurde im darauffolgenden ein Fragebogen entwickelt und ausgewertet, welcher die zentralen Punkte der Value Drivers von Dienstleistern abdeckt. Anhand einer repräsentativen Studie konnte die Wichtigkeit verschiedener Faktoren des Erfolges eruiert und wissenschaftlich nachgewiesen werden. Es konnte aufgezeigt werden, dass durch die richtige Fokussierung auf verschiedene Werttreiber die Unternehmen erfolgreicher operieren. Aus diesem Grund lässt sich die Hypothese 3 ebenfalls bejahen.<sup>680</sup> So zählen neben den Mitarbeitern auch Reputation und die Kundenbeziehung zu den wichtigsten Punkten.

Durch die Analyse der Literatur, der Experten-Interviews, der Analyse von Transaktionen und Bewertungen in der Praxis und der Auswertung der Umfrage ergibt sich, dass bei der Bewertung von KMU Dienstleistungsunternehmen ein zweigeteilter Ansatz vorzunehmen ist. Auf der einen Seite ist es wichtig Bewertungstechniken anzuwenden. Dabei sind finanzielle Daten zu analysieren, stille Reserven zu berücksichtigen und auf interne Werte (oder allenfalls Sondereffekte) umzustellen, um anschliessend mittels einer mehr oder weniger umfassenden Formel, wie z.B. FCF, EVA, Berliner Methode, Schweizer Methode, einen Unternehmenswert

---

<sup>679</sup> Die Teilhypothese 1 lautete: „Für die Bewertung eines KMU-Dienstleistungsunternehmens können zwar herkömmliche Bewertungsansätze herangezogen werden, doch müssen individuelle Faktoren der Branche (wie z.B. Mitarbeiter, Kunden, immaterielle Vermögenswerte) und der Grösse berücksichtigt werden.“

<sup>680</sup> Die Teilhypothese 3 lautete: „Value Drivers helfen den Unternehmenswert zu steigern resp. nachhaltig zu erhalten und sind deshalb bereits in der Phase der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.“

oder zumindest einen Bereich der möglichen Unternehmenswerte festzulegen. Da dieser Wert auf verschiedenen Annahmen und Vereinfachungen beruht und zudem die Daten meist aus vergangenen Perioden (z.T. auch mit zukünftigen Annahmen kombiniert) stammen, wird der tatsächliche Wert meist in einer gewissen Bandbreite zu liegen kommen. Deshalb sollte auf der anderen Seite das Bestreben darin liegen, die Bemühungen des Bewertungsprozesses auszunutzen, um proaktiv auf zukünftige Entwicklungen agieren zu können.

In Kapitel neun wurde ein Analyseinstrument entwickelt, welches Unternehmen die Möglichkeit geben soll, bereits vor dem Kauf mögliche Stolpersteine zu erkennen. Dabei werden verschiedenen Faktoren gewichtet und es ergibt sich für die Kategorien Mitarbeiter, Reputation und Kundenbeziehung ein Bild. Ein Unternehmer kann auf dieser Grundlage entscheiden, ob aus strategischen Überlegungen von einem Kauf abgesehen werden soll, ob bereits frühzeitig Handlungen in gewissen Bereichen nötig sind, oder ob beide Unternehmen überhaupt zusammen passen. Das Bewertungsinstrument, welches auf Basis der Arbeit mit Praxispersonen entwickelt wurde, ist hierfür tauglich. Damit wird die herkömmliche Bewertung um eine zusätzliche Ebene erweitert.

Dank Berücksichtigung der Value Drivers lässt sich ein unternehmerischer Erfolg nachhaltig gewährleisten. Ohne Berücksichtigung dieser Werttreiber ist ein Unternehmenswert praktisch ausschliesslich stichtagsbezogen und wird sich kaum 1:1 realisieren lassen. Ein Thema für weitere Arbeiten in diesem Forschungsgebiet könnte in der Entwicklung eines zusammenhängenden Instruments liegen. Man sollte sich hier an die Worte von Konfuzius<sup>681</sup> halten: „Wer einen Fehler gemacht hat und ihn nicht korrigiert, begeht einen zweiten.“ So gesehen ist es entscheidend, Fehler frühzeitig aufzudecken, damit das Ergebnis am Ende stimmt. Oder anders ausgedrückt: Wenn man weiss, dass man nur die Hälfte berechnet, sollte man sich fragen, ob nicht beide Faktoren kombiniert zur Berechnung des Unternehmenswertes herangezogen werden können.

---

<sup>681</sup> Freies Zitat nach Konfuzius, chinesischer Philosoph.

Eine Dissertation fokussiert immer auf gewisse Teilaspekte und lässt andere Bereiche offen. So finden sich auch in dieser Arbeit verschiedene Bereiche, welche zukünftigen Forschungspersonen offen stehen. Diese Arbeit befasst sich im Wesentlichen mit KMU-Dienstleistungsunternehmen und im Speziellen mit Treuhandunternehmen. Innerhalb dieser Branche wurde auch eine Umfrage lanciert. Eine Projektion der Resultate auf sämtliche KMU-Dienstleistungsunternehmen wäre ein weiterer Schritt. Auch ist eine Analyse weiterer wesentlicher Value Drivers möglich und für zukünftige Forschungszweige relevant. Schliesslich sind Bewertungsmethoden in ständigem Fluss, und es ist nicht auszuschliessen, dass inskünftig die Bewertung anhand von immateriellen Vermögenswerten für KMU-Dienstleistungsunternehmen Bedeutung erlangen wird.<sup>682</sup>

Heraklit von Ephesus (540 – 480 v. Chr.) soll gesagt haben: „Nichts ist so beständig wie der Wandel“.<sup>683</sup> Nehmen wir uns also dem Wandel an!

---

<sup>682</sup> vgl. dazu beispielsweise Scandia Navigator.

<sup>683</sup> Freies Zitat nach dem Philosophen Heraklit von Ephesus.



## Anhang I: Liste Immaterieller Anlagen

Software	Lizenzen
Datenbanken	Schriftstellerische Arbeiten
Kooperative Verträge	Auszeichnungen & Schaden
Copyrights	Managementverträge
Kundenverträge	Marketing und Werbematerial
Kundenlisten	Nichtkonkurrierende Abmachungen
Kundenbeziehungen	Patente und Patentapplikationen
Designs und Zeichnungen	Kundenakten
Arbeitsverträge	Konzessionen/Bewilligungen
Vorteilhafte Leasings	Prozessbeschriebe
Franchise Verträge	Lizenzverträge
Going-Concern Wert	Schemen und Diagramme
Goodwill	Know-how
Verträge mit öffentlichen Institutionen	Notizen
Historische Dokumente	Abonnementslisten
Bescheinigungslisten	Lieferantenverträge
Versicherungen	Technische und Spezialliteratur resp. Dokumentationen
Joint ventures	Handelsgeheimnisse
Bibliothek	Geschulte und gut ausgewählte Mitarbeiter

**Abbildung 43:** Immaterielle Aktiven, welche üblicherweise in Unternehmen anzutreffen sind<sup>684</sup>

<sup>684</sup> vgl. J.L. Pierson & Co. LLC, 1999, S. 576.

# Anhang II: Fragebogen

Firmenbefragung für Dissertation

## Personal und Firmenwert

Von Pepe Sonderegger, Doktorand der Universität St. Gallen (HSG)

Der Fragebogen wird verwendet für eine Dissertation im Rahmen des Doktorandenstudiums der Universität St.Gallen zum Thema Bewertung von Dienstleistungsunternehmen. Mit dem vorliegenden Fragebogen wollen wir die Personalsituation und Einschätzungen zum Firmenwert untersuchen. Der Fragebogen hat folgende 4 Teile:

- A. Firmeninformationen (diese werden wir bei der Auswertung zur Gruppenbildung verwenden)
- B. Aus- und Weiterbildung
- C. Leistungsträger und Fluktuation
- D. Personalbeurteilung und Bewertung

Bitte füllen Sie den Fragebogen aus und senden Sie ihn mit beiliegendem Rückantwortcouvert an uns zurück. Gerne stellen wir Ihnen die Auswertung der Befragung zur Verfügung. Wir werden die Antworten absolut vertraulich behandeln und nicht als einzelne Werte oder Vergleiche, sondern nur in Form von Durchschnittswerten oder als Gruppe verwenden.

### A Firmeninformationen

Wie viele Mitarbeiter beschäftigt ihre Firma? \_\_\_\_\_

Wie viel Jahresumsatz erzielt ihre Firma durchschnittlich pro Mitarbeiter?

<input type="checkbox"/> unter CHF 100'000	<input type="checkbox"/> CHF 300'000 – 349'999
<input type="checkbox"/> CHF 100'000 – 149'999	<input type="checkbox"/> CHF 350'000 – 399'999
<input type="checkbox"/> CHF 150'000 – 199'999	<input type="checkbox"/> CHF 400'000 – 449'999
<input type="checkbox"/> CHF 200'000 – 249'999	<input type="checkbox"/> CHF 450'000 – 499'999
<input type="checkbox"/> CHF 250'000 – 299'999	<input type="checkbox"/> über 500'000

Welche der folgenden Dienstleistungen / Dienstleistungsarten bietet ihre Firma an, und wie wichtig ist diese Dienstleistung für ihre Firma?

Dienstleistung / Dienstleistungsart	neutral	wichtig	Sehr wichtig	Nicht
Treuhand	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Revision / Wirtschaftsprüfung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Finanz-Buchhaltung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Betriebs-Buchhaltung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Controlling	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Selektion und Verkauf Buchhaltungssoftware	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einführung / Beratung Buchhaltungssoftware	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Personalbuchhaltung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Versicherungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Geschäftsführung (im Auftragsverhältnis)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verwaltungsrat (im Auftragsverhältnis)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vermögensverwaltung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Steuerberatung natürliche Personen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Steuerberatung juristische Personen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erbrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Firmengründung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Einfaches Gesellschaftsrecht (Dividenden, Gesellschafterversammlung, Statutenänderung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weiterführendes Gesellschaftsrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vermögensverwaltung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Erbrecht	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nachfolgeregelungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Übriges Recht, welches: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Übrige Dienstleistungen, welche: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Wie gross ist der Anteil der Mitarbeiter welche ihre Firma in den verschiedenen Dienstleistungsarten beschäftigen (wenn Mitarbeiter für verschiedene Bereiche tätig sind, bitte anteilmässig angeben)?

Dienstleistungsarten	Anteil der beschäftigten Mitarbeiter
<input type="checkbox"/> Finanz-/Controlling-/Software-Beratung	_____ %
<input type="checkbox"/> Wirtschaftsprüfung	_____ %
<input type="checkbox"/> Gesellschafts-/Firmenrecht (inkl. Gründungen)	_____ %
<input type="checkbox"/> Steuerrecht / Steuerberatung nat. Personen	_____ %
<input type="checkbox"/> Steuerrecht / Steuerberatung jur. Personen	_____ %
<input type="checkbox"/> Erbrecht / Nachfolgeregelungen	_____ %
<input type="checkbox"/> Treuhand	_____ %
<input type="checkbox"/> Sekretariat	_____ %
<input type="checkbox"/> übriges	_____ %

Welche rechtliche Struktur hat ihre Firma?

Organisationsform	Zusätzliche Frage
<input type="checkbox"/> Einzelgesellschaft	
<input type="checkbox"/> Kollektivgesellschaft	Anzahl Partner: _____
<input type="checkbox"/> Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)	Anzahl Gesellschafter: _____ Davon sind operativ tätig: _____ %
<input type="checkbox"/> Aktiengesellschaft (AG)	Anzahl Gesellschafter: _____ Davon sind operativ tätig: _____ %
<input type="checkbox"/> andere, welche:	

Wie ist die Kundenstruktur ihrer Firma?

Frage	Antwort
Anteil Umsatz mit Stammkunden	_____ %
Gibt es ein Klumpenrisiko (massgebliche Umsatzabhängigkeit von einem Kunden)?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> eher ja <input type="checkbox"/> nein
Gibt es mehrere Kunden welche alle einen wesentlichen Anteil am Umsatz haben?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> eher ja <input type="checkbox"/> nein
Die meisten Kunden haben einen etwa gleich grossen Anteil am Umsatz?	<input type="checkbox"/> ja <input type="checkbox"/> eher ja <input type="checkbox"/> nein

Wie ist die Mitarbeiterstruktur in ihrer Firma?

Mitarbeiter	% Anteil
Geschäftsführung / Partner	_____ %
Leitende Fachkräfte (Mandatsleitung, eigenständige Tätigkeit)	_____ %
Fachkräfte (hohe fachliche Qualifikation, keine leitende Funktion)	_____ %
Sachbearbeiter (geringe fachliche Qualifikation / Ausbildung)	_____ %
Administrative Mitarbeiter	_____ %
Übrige: _____	_____ %
<b>Total</b>	<b>100 %</b>

## B Aus- und Weiterbildung

Wie beurteilen Sie in ihrer Firma den Stellenwert von Aus- und Weiterbildung (bitte wählen Sie zwischen „gar nicht wichtig“ = - - und „sehr wichtig“ = ++, oder „wird nicht berücksichtigt“ = n/a)?

	--	-	0	+	++	n/a
Ausbildung bei Einstellung	<input type="checkbox"/>					
Erfahrung bei Einstellung	<input type="checkbox"/>					
theoretische Weiterbildung	<input type="checkbox"/>					
praxisorientierte Weiterbildung	<input type="checkbox"/>					
Entwicklung in eigenen Projekten	<input type="checkbox"/>					
Entwicklung mittels externen Coaches	<input type="checkbox"/>					
übriges:	<input type="checkbox"/>					

Wie viel gibt ihre Firma durchschnittlich im Jahr für Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen aus, pro Mitarbeitergruppe?

Mitarbeitergruppe	Kosten
Geschäftsführung	_____ CHF
Leitende Fachkräfte (Mandatsleitung, eigenständige Tätigkeit)	_____ CHF
Fachkräfte (hohe fachliche Qualifikation, keine leitende Funktion)	_____ CHF
Sachbearbeiter (geringe fachliche Qualifikation / Ausbildung)	_____ CHF
Administrative Mitarbeiter	_____ CHF
Übrige: _____	_____ CHF
<b>Durchschnitt aller Mitarbeiter</b>	_____ CHF

Wie viel Arbeitszeit (in Tagen) steht den Mitarbeitern durchschnittlich pro Jahr für Aus- und Weiterbildung zur Verfügung, pro Mitarbeitergruppe?

Mitarbeitergruppe	Anzahl Tage
Geschäftsführung	_____
Leitende Fachkräfte (Mandatsleitung, eigenständige Tätigkeit)	_____
Fachkräfte (hohe fachliche Qualifikation, keine leitende Funktion)	_____
Sachbearbeiter (geringe fachliche Qualifikation / Ausbildung)	_____
Administrative Mitarbeiter	_____
Übrige: _____	_____
<b>Durchschnitt aller Mitarbeiter</b>	_____

### C Leistungsträger und Fluktuation

Wie hoch ist die jährliche Fluktuation in Ihrer Firma?

____ % (Berechnet als Anzahl Mitarbeiter, die das Geschäft verlassen geteilt durch die durchschnittliche Anzahl der Vollzeitstellen)
--

Schätzen Sie diese Fluktuation als **zu hoch** ein?

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> nein
-----------------------------	-------------------------------

Setzen Sie folgende Massnahmen in Ihrer Firma ein? Wie beurteilen Sie die Massnahme in Bezug auf Eignung zur Vorbeugung von Fluktuation (bei breitem Einsatz, für alle Mitarbeiter)?

Massnahme	in eigener Firma		Fluktuations-Vorbeugen		
	ja	nein	0	+	++
Überdurchschnittlicher Lohn	<input type="checkbox"/>				
Bezahlung hoher Boni	<input type="checkbox"/>				
Viele Urlaubstage	<input type="checkbox"/>				
Überdurchschnittliche Pensionskassenleistungen	<input type="checkbox"/>				
Krankentaggeldversicherung	<input type="checkbox"/>				
Langer Mutterschaftsurlaub	<input type="checkbox"/>				
Möglichkeit für unbezahlten Urlaub	<input type="checkbox"/>				
Teilzeit-Anstellung (z.B. 80% Pensum)	<input type="checkbox"/>				
Alternative Karrieremodelle (Karriere & Familie)	<input type="checkbox"/>				
Work-Life-Balance- / Gesundheitsangebote	<input type="checkbox"/>				
Weiterbildungsangebot	<input type="checkbox"/>				
Förderung von viel versprechender Nachwuchskräfte	<input type="checkbox"/>				
Interne Anlässe (u.a. Teambildung, Gesellschaftliche)	<input type="checkbox"/>				
Gratis-Kaffee	<input type="checkbox"/>				

Gratis-Mittagessen / vergünstigte Mahlzeiten	<input type="checkbox"/>				
Beteiligung an der Firma	<input type="checkbox"/>				
Boni	<input type="checkbox"/>				
Übriges: _____	<input type="checkbox"/>				

Glauben Sie, Ihre Firma hebt sich durch bzw. dank einzelner besonderer Leistungsträger (High Performance Mitarbeiter, Key-Mitarbeiter) von der Konkurrenz ab?

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> nein
-----------------------------	-------------------------------

Glauben Sie, dass es zunehmend schwieriger wird, Leistungsträger und zukünftige Leistungsträger (Talente, Key-Talentes) in der eigenen Firma zu halten?

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> nein
-----------------------------	-------------------------------

Wie beurteilen Sie folgende Massnahmen in Bezug auf Eignung zur Haltung von Leistungsträgern bzw. potenzieller Leistungsträger (bei spezifischem Einsatz nur für Leistungsträger)?

Massnahmen zur Haltung von Leistungsträgern	0	+	++
Überdurchschnittlicher Lohn	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bezahlung hoher Boni	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Viele Urlaubstage	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Überdurchschnittliche Pensionskassenleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Krankentaggeldversicherung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Langer Mutterschaftsurlaub	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Möglichkeit für unbezahlten Urlaub	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Teilzeit-Anstellung (z.B. 80% Pensum)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Alternative Karrieremodelle (Karriere & Familie)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Work-Life-Balance- / Gesundheitsangebote	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fachliche Weiterbildungsangebot	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weiterbildungsangebot in den Bereichen Führung und Persönlichkeit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gratis-Kaffee	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gratis-Mittagessen / vergünstigte Mahlzeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beteiligung an der Firma	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Boni	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Übriges: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## D Personalbeurteilung und Bewertung

Hat ihre Firma ein System zur regelmässigen Leistungsbeurteilung der Mitarbeiter?

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> nein
-----------------------------	-------------------------------

Falls Sie obige Frage mit **JA** beantworten haben: wie wichtig sind folgende Faktoren zur Leistungsbeurteilung bzw. wie gross ist ihr Einfluss auf die Beurteilung für das laufende Jahr?

	--	-	0	+	++	n/a
individuelle Ziele, quantitativ (z.B. Stunden)	<input type="checkbox"/>					
individuelle Ziele, qualitativ (z.B. gute Arbeit)	<input type="checkbox"/>					
Team-Ziele, quantitativ (z.B. Team-Umsatz)	<input type="checkbox"/>					
Team-Ziele, qualitativ (z.B. Zusammenarbeit)	<input type="checkbox"/>					
Gesamtfirmen-Ziele (z.B. Umsatz)	<input type="checkbox"/>					
Beurteilung des letzten Jahres	<input type="checkbox"/>					
Flexibilität (zeitlich, Arbeitsort, Aufgaben)	<input type="checkbox"/>					
Durchschnitt / Verteilung aller Qualifikationen (z.B. max. 10% werden ‚sehr gut‘ beurteilt)	<input type="checkbox"/>					

Hat ihre Firma ein Bonus-System?

<input type="checkbox"/> ja	<input type="checkbox"/> nein
-----------------------------	-------------------------------

Falls Sie obige Frage mit **JA** beantworten haben: wie wichtig sind folgende Faktoren zur Bestimmung der Bonuszahlung (für durchschnittliche Mitarbeiter, **nicht** für Geschäftsführung oder für Partner)?

	--	-	0	+	++	n/a
Resultat Leistungsbeurteilung des Mitarbeiters	<input type="checkbox"/>					
Firmenerfolg / -gewinn	<input type="checkbox"/>					
Bonuszahlung des letzten Jahres	<input type="checkbox"/>					
Gesamtbetrag der Firma für Bonuszahlungen	<input type="checkbox"/>					
Durchschnitt / Verteilung aller Bonuszahlungen	<input type="checkbox"/>					
Externe Bonuszahlungen / Anreize (Markt, Konkurrenz)	<input type="checkbox"/>					

Folgende 2 Fragen beziehen sich auf den Wert eines Unternehmens, d.h. zu welchem Preis eine Firma gekauft bzw. verkauft wird, z.B. im Rahmen von Übernahme, Nachfolgeregelung, Abspaltung eines Geschäftsbereiches, etc. Bitte beantworten Sie die Frage gemäss Ihren Erfahrungen sowohl in der eigenen Firma wie auch anhand von Beobachtungen bei Kunden. Beurteilen Sie, inwiefern folgende Aussagen zutreffen: Die Leistungsbeurteilung von Mitarbeitern / Bonuszahlungen lassen **einen** Rückschluss auf den Firmenwert zu weil ...

Leistungsbeurteilung von Mitarbeitern ist für Firmenwert relevant weil ...	nein	ja	Sehr richtig
Personal ist in jedem Geschäft heute eine massgebliche Ressource und hat grossen Einfluss auf den Wert jeder Firma	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Viele Dienstleistungen sind stark geprägt vom Mitarbeiter welcher die Kundenleistung erbringt. In diesen Firmen sind die Mitarbeiter die Haupt-Werte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Leistungsbeurteilung wird firmenintern erstellt, d.h. Stärken/Schwächen der Mitarbeiter sind sehr gut bekannt und lassen auf Firmenwert schliessen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Beurteilen Sie, inwiefern folgende Aussagen zutreffen: Die Leistungsbeurteilung von Mitarbeitern / Bonuszahlungen lassen **keinen** Rückschluss auf den Firmenwert zu weil ...

Leistungsbeurteilung von Mitarbeitern ist für Firmenwert <b>nicht</b> relevant weil ...	nein	ja	Sehr richtig
Leistungsbeurteilung ist nur interne Sicht, der Firmenwert richtet sich aber stark nach Markt bzw. Konkurrenz welche in der Leistungsbeurteilung fehlt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Leistungsbewertungen sind tendenziell zu positiv, Vorgesetzte vergeben zu selten schlechte Beurteilungen (somit sind Leistungsbeurteilungen ein falscher Masstab für Bestimmung des Firmenwertes).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Leistungsbewertungen sind subjektiv (und eignen sich entsprechend nicht zur Bestimmung eines objektiven Firmenwerts).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Die erzielte Leistung / Performance ist stark abhängig vom Vorgesetzten (und somit gibt es keinen direkten Zusammenhang Mitarbeiter – Firmenwert).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Welche der folgenden Faktoren beeinflussen nach Ihrer Erfahrung und Einschätzung den Firmenwert einer Beratungsfirma kurzfristig, mittelfristig und langfristig (zwischen nicht = 0 und sehr stark = ++)?

Kriterien	kurzfristig			mittelfristig			langfristig		
	0	+	++	0	+	++	0	+	++
Name / Marke / Brand	<input type="checkbox"/>								
Reputation	<input type="checkbox"/>								
Artikel / Beiträge in Fachpresse	<input type="checkbox"/>								
Kundenstamm	<input type="checkbox"/>								
Dienstleistungsangebot / -portfolio	<input type="checkbox"/>								
Personen der Partner / Geschäftsführung	<input type="checkbox"/>								
Fachkräfte / Leistungsträger	<input type="checkbox"/>								
Rekrutierung der richtigen Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>								
Weiterbildung aller Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>								
Weiterbildung der Leistungsträger	<input type="checkbox"/>								
Gutes System für Leistungsbeurteilung	<input type="checkbox"/>								
Gutes Anreizsystem (inkl. Boni)	<input type="checkbox"/>								
Andere: _____	<input type="checkbox"/>								
Andere: _____	<input type="checkbox"/>								
Andere: _____	<input type="checkbox"/>								

*Besten Dank für die Teilnahme an der Umfrage. Ich möchte an dieser Stelle nochmals mit Ausdruck darauf hinweisen, dass Ihre Angaben vertraulich behandelt werden.*

## Anhang III: Untersuchte Unternehmen

Der Pre-Test-Fragebogen wurde am Sonntag, 09. November 2008, zusammen mit einem Begleitbrief und einem frankierten Rückantwortcouvert an 79 Unternehmen versandt. Das Total der Antworten betrug 13 Unternehmen (= 16.5%).

Am 12. November 2010 wurde die eigentliche Umfrage, basierend auf dem ursprünglichen Fragebogen, erstellt. Die Antworten aus dem Pre-Test haben gezeigt, dass der Fragebogen zu repräsentativen Ergebnissen geeignet ist. Insgesamt wurden weitere 570 Unternehmen angeschrieben, womit der Fragebogen an 649 Unternehmen verschickt wurde. Mit insgesamt 164 retournierten Fragebogen resultiert eine Rücklaufquote von 25.3%.

# Anhang IV: Bewertungsmethoden von immateriellen Anlagen

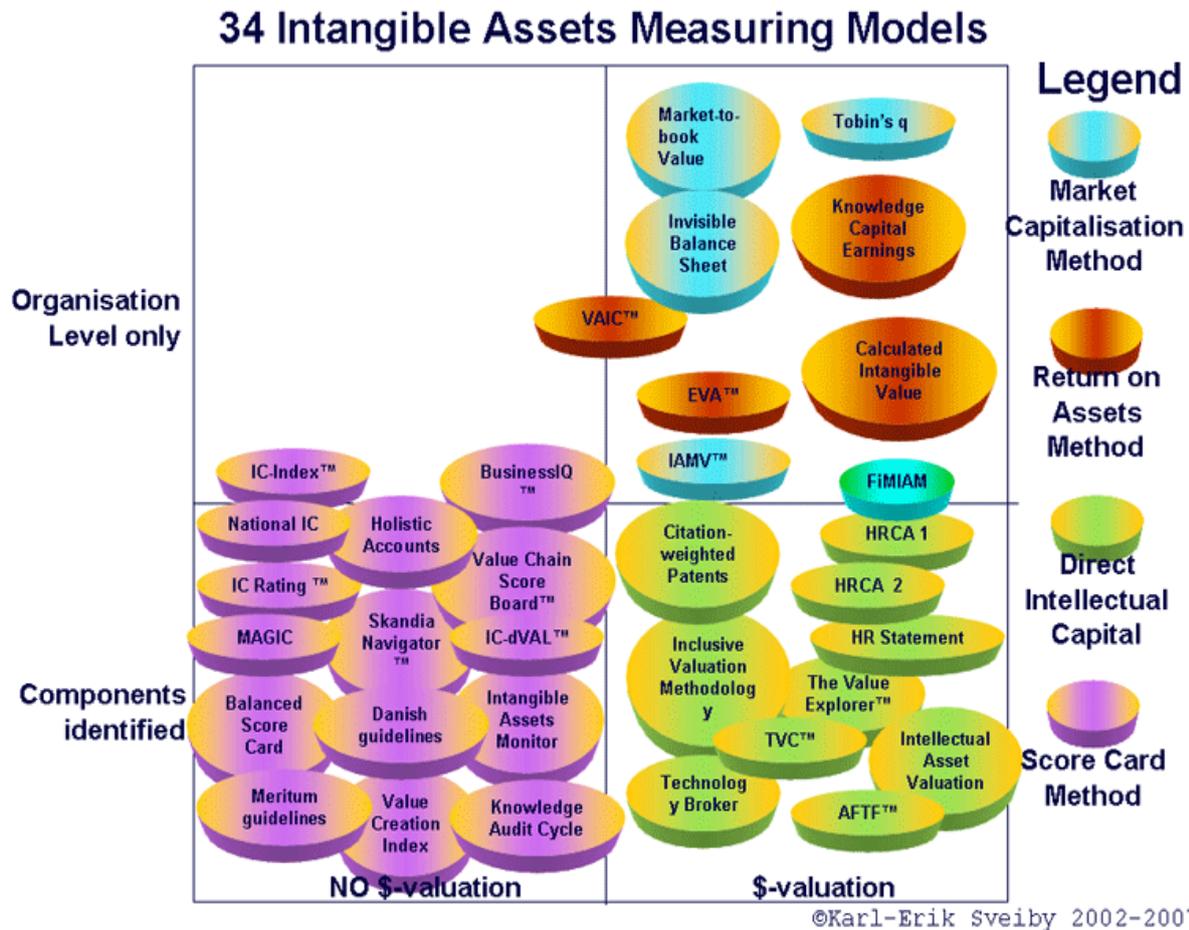


Abbildung 44: Konzeptuelles Modell des vom Kunden wahrgenommenen Werts und Zufriedenheit<sup>685</sup>

<sup>685</sup> Vgl. Sveiby, 2007.

## Anhang V: Berechnung des Firmenwerts

Unternehmenswert mit verschiedenen Bewertungsmethoden für ein Unternehmen mit zwei Mitarbeitern (Kleinstunternehmen).

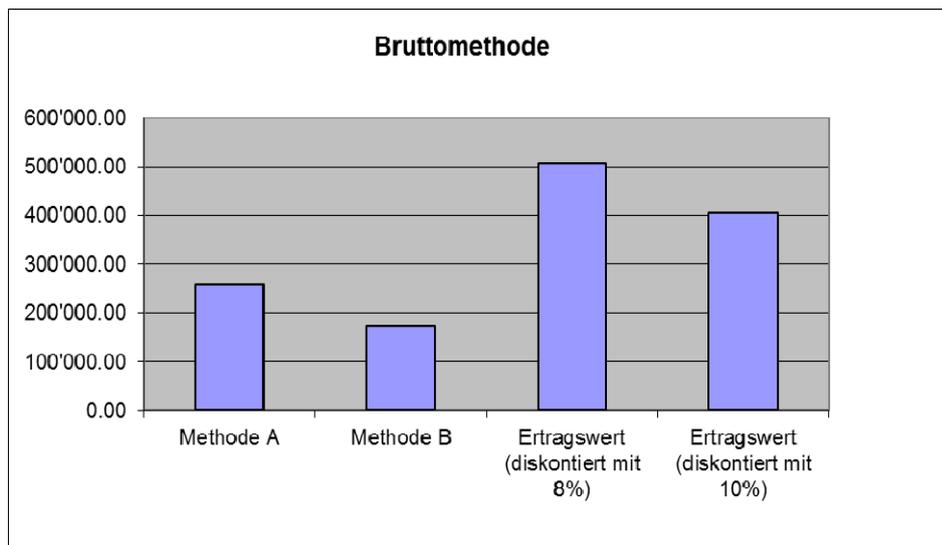


Abbildung 45: Unternehmenswert - Unternehmen mit 2 Mitarbeitern<sup>686</sup>

Unternehmenswert berechnet mit verschiedenen Ansätzen für ein Unternehmen mit 50 Mitarbeitern (KMU). Vgl. Dazu nachfolgende Graphik.

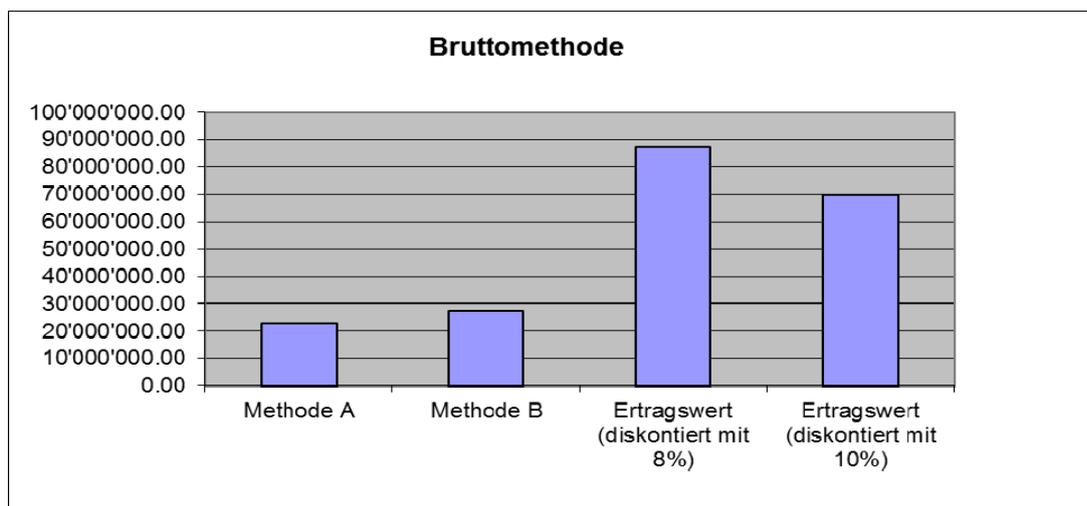


Abbildung 46: Unternehmenswert - Unternehmen mit 50 Mitarbeitern<sup>687</sup>

<sup>686</sup> Eigene Darstellung.

<sup>687</sup> Eigene Darstellung.

Zusammenfassung für beide Unternehmen: Die kalkulierten Unternehmenswerte variieren signifikant zwischen den verschiedenen Bewertungsmethoden.

# Anhang VI: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Mitarbeiter

**Bewertungsinstrument**  
**Treuhandunternehmen; Mitarbeiterbezogene Fragen**

Nr.	Frage	++	+	0	-	--	weiss nicht
E 1	Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis wieso und welche spezifischen Mitarbeiter als Value Driver gesehen werden (in Bezug auf Wissen, Teamstruktur, Kundenbeziehung etc.)?	x					
E 2	Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept wie Mitarbeiter überdurchschnittlich zum Unternehmenswert beitragen können?			x			
E 3	Teilen beide Unternehmen dasselbe Verständnis wie Front-Mitarbeiter durch die Back-Office Mitarbeiter unterstützt werden?						x
E 4	Wie stark passen die Steuerungskonzepte der Mitarbeiter zusammen um langanhaltenden Kundenwert für die beiden Unternehmen zu generieren?			x			
E 5	Wie ähnlich ist das Management, resp. das Führungssystem der beiden Unternehmen. Wie verschieden werden diese auf Gruppen oder Mitarbeitertypen angewendet?					x	
E 6	Wenden beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz für die Mitarbeiterbeurteilung an?						x
E 7	Wenden beide Unternehmen ähnliche Kompensationsmodelle für das tägliche Business an?			x			
E 8	Wie ähnlich sind die Instrumente um die Mitarbeitermotivation zu steigern und damit die Mitarbeiterfluktuation im Griff zu haben (Ferientage, Schwangerschaftsurlaub etc.)?	x					
E 9	Haben die beiden Unternehmen ein ähnliches Verständnis was Schlüsseltalente sind und haben die Unternehmen ein ähnliches Verständnis über die Bewertung und v.a. Förderung dieser Mitarbeiter?	x					
E 10	Wie ähnlich sind die Angebote für Lernen, Ausbildung und Entwicklung? Wie können Mitarbeiter davon partizipieren resp. daran teilnehmen?		x				
<b>Total</b>		<b>3</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>

**Zusammenfassung: Mitarbeiter**



**Abbildung 47:** Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Mitarbeiter<sup>688</sup>

<sup>688</sup> Eigene Darstellung.

# Anhang VII: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Kundenbeziehung

Bewertungsinstrument							
Treuhandunternehmen; Kundenbeziehungsbezogene Fragen							
Nr.	Frage	++	+	0	-	--	weiss nicht
C 1	Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis wieso und was spezifisch in der Kundenbeziehung als Value Driver gesehen wird (repetitive Dienstleistungen, Up-/Cross-Verkäufe, Attraktivität zu neuen Kunden etc.)?	x					
C 2	Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept wie Kundenbeziehung in überdurchschnittlichen Unternehmenswert transferiert werden kann?			x			
C 3	Können die Kundenbeziehungen des gekauften Unternehmens (und deren Mitarbeitern) frei vom Käufer genutzt werden (oder sind diese an Restriktionen gebunden)?	x					
C 4	Wie wahrscheinlich können die existierenden Kundenbeziehungen nach der Transaktion ausgebaut werden (z.B. werden Kunden immer noch nach der Transaktion Kunden sein)?			x			
C 5	Wie ähnlich ist das Managementsystem, welches die beiden Unternehmen für verschiedene Kunden benutzen (in Bezug auf Leistung, Grösse, strategische Wichtigkeit, Beziehungsgeschichte etc.)					x	
C 6	Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz um die Kundenbeziehung zu messen?						x
C 7	Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz um die Kundenbeziehung zu erhalten und auszubauen?			x			
C 8	Wie ähnlich ist die Kommunikation von beiden Parteien in Bezug auf die Kundenbeziehung und damit das erwartete Commitment zur Kundenbeziehung im täglichen Geschäft?	x					
C 9	Haben beide Unternehmen ein ähnliches Verständnis wie kundenspezifische Leistung zur Erreichung von Kundenwert erzielt und gemanaged wird.	x					
C 10	Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis was die Rolle des Kunden im Dienstleistungsprozess ist?		x				
<b>Total</b>		<b>4</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

**Zusammenfassung: Kundenbeziehung**

Das Diagramm zeigt zwei horizontale Balken. Der obere Balken ist in Grün (links) und Rot (rechts) unterteilt, wobei der grüne Teil deutlich länger ist als der rote Teil. Ein vertikaler Strich markiert die Trennungslinie. Unter dem Balken befinden sich zwei Pfeile: ein grüner Pfeil, der nach links zeigt und mit 'Chancenpotenzial' beschriftet ist, und ein roter Pfeil, der nach rechts zeigt und mit 'Gefahrenpotenzial' beschriftet ist.

Abbildung 48: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Kundenbeziehung<sup>689</sup>

<sup>689</sup> Eigene Darstellung.

# Anhang VIII: Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Reputation

**Bewertungsinstrument**  
**Treuhandunternehmen; Reputationsbezogene Fragen**

Nr.	Frage	++	+	0	-	--	weiss nicht
P 1	Haben beide Unternehmen dasselbe Verständnis wieso ein spezifisches Profil / Bild / Reputation als Value Driver gesehen wird (Reputation im Markt, Media Buss, Marke etc.)?	x					
P 2	Haben beide Unternehmen dasselbe Konzept wie Profil / Bild / Reputation in überdurchschnittlichen Unternehmenswert transferiert werden kann?			x			
P 3	Wie ähnlich ist der Ansatz, welchen die Unternehmen anwenden um das Profil / Bild / Reputation in Bezug auf verschiedene Gruppen und Dienstleistungen, Divisionen und Länder zu steigern?	x					
P 4	Wie ähnlich sind die Konzepte der beiden Unternehmen um das Profil / Bild / Reputation zu messen (z.B. funktionale vs. emotionale Merkmale etc.)?			x			
P 5	Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Ansatz um Profil / Bild / Reputation zu kommunizieren?					x	
P 6	Haben beide Unternehmen einen ähnlichen Fokus Profil / Bild / Reputation beizubehalten?	x					
P 7	Wie ähnlich ist das Verständnis der beiden Unternehmen in Bezug auf Umstände von potentiellen Kunden?			x			
P 8	Teilen beide Unternehmen ein ähnliches Verständnis wie die Umstände von potentiellen Kunden analysiert werden können (Erwartungen, Erfahrungen, Innovation)?	x					
P 9	Teilen beide Unternehmen ein ähnliches Konzept wie man die Rahmenbedingungen von potenziellen Kunden verändern kann um den Kundenwert zu steigern?	x					
P 10	Wie gut passen die Pläne der beiden Unternehmen zusammen um potenzielle Reputationsprobleme / Krisen abzuwenden?		x				
<b>Total</b>		<b>5</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

**Zusammenfassung: Reputation**



**Abbildung 49:** Bewertungsinstrument: Beispiel für Value Driver Reputation<sup>690</sup>

<sup>690</sup> Eigene Darstellung.

# Anhang IX: Bewertungsinstrument: Beispiel für Zusammenfassung aller drei Value Drivers

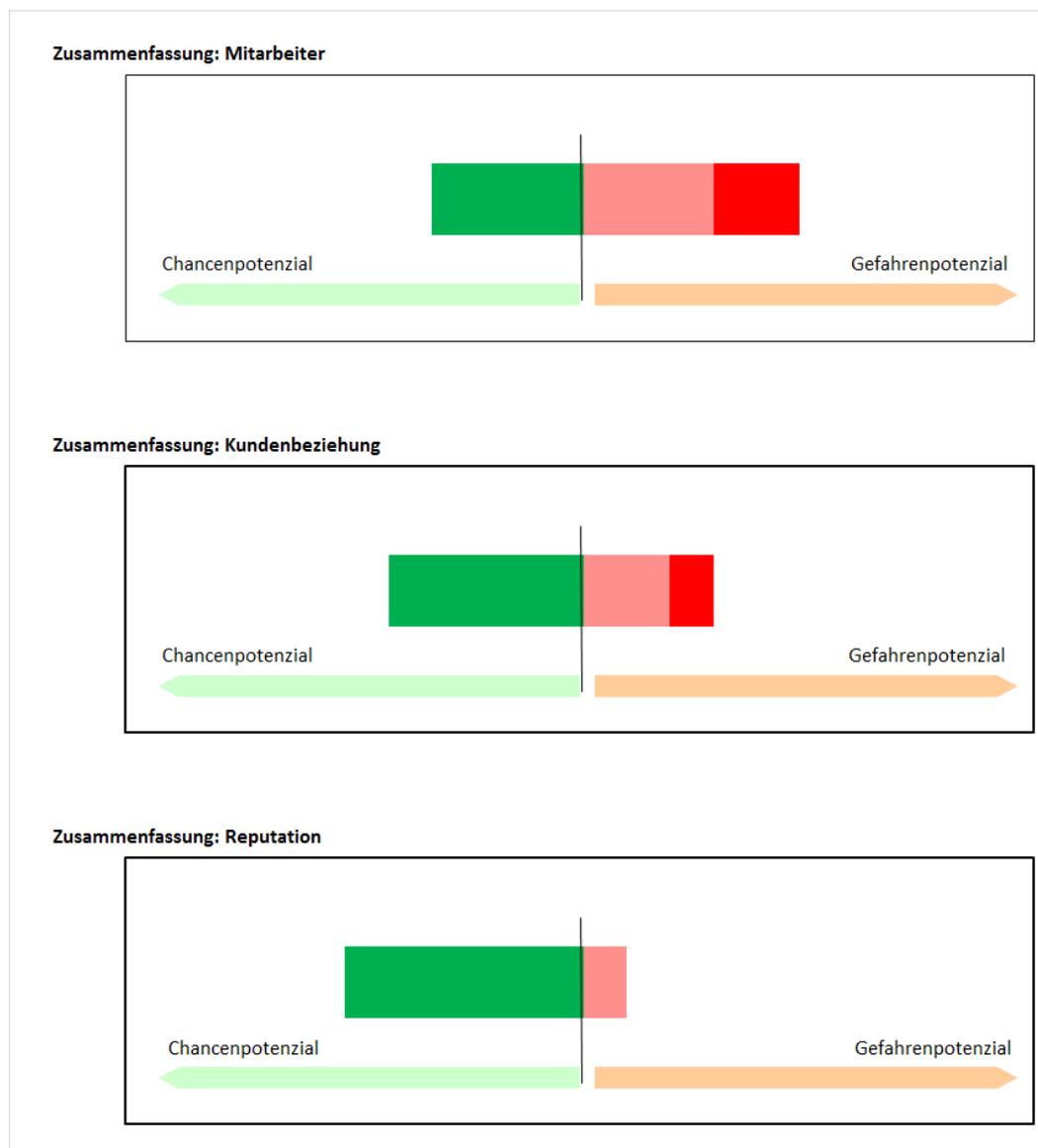


Abbildung 50: Bewertungsinstrument: Beispiel für Zusammenfassung aller drei Value Drivers<sup>691</sup>

<sup>691</sup> Eigene Darstellung.

# Anhang X: Stuttgarter Methode

## Berechnung des Werts der Anteile an der Alpha GmbH

### Hinweise:

Besonderheiten, die zu Zu- oder Abschlägen führen, sind nicht berücksichtigt.

### I. Errechnung des Vermögenswertes

Grundstücke, tatsächlicher Wert:	100.000,00 €
Finanzanlagen, tatsächlicher Wert:	200.000,00 €
sonstige Vermögensgegenstände	12.326,00 €
abzgl. Rückstellungen und Verbindlichkeiten	- 6.378,00 €
<b>Gesamt</b>	<b>305.948,00 €</b>
gezeichnetes Kapital ohne eigene Anteile	50.000,00 €

### Vermögenswert des Anteils

(Vermögen bezogen auf das Nennkapital)

**612% des Nennbetrages**

### II. Errechnung des Ertragswertes

		Faktor	gesamt
Ertrag letztes Wirtschaftsjahr	17.000,00 €	3	51.000,00 €
Ertrag vorletztes Wirtschaftsjahr	15.000,00 €	2	30.000,00 €
Ertrag vorvorletzten Wirtschaftsjahr	12.000,00 €	1	12.000,00 €
<b>Summe</b>			<b>93.000,00 €</b>
Durchschnittsertrag			15.500,00 €

### Ertragshundertsatz

(Ertrag bezogen auf das Nennkapital)

**31,00%**

### III. Errechnung des Anteilswertes

**Formel:** 68 % aus der Summe des

Vermögenswertes

und dem fünffachen Ertragshundertsatz

Vermögenswert 612 %

fünffacher Ertragshundertsatz (5 x 31%) 155 %

Summe 767 %

**davon 68 % 521 %**

**das gezeichnete Kapital von nominal**

**50.000,- €**

**hat daher einen Wert von (50.000 x 521** **260.500,00 €**

**% =)**

Abbildung 51: Stuttgarter Methode<sup>692</sup>

<sup>692</sup> Beispiel aus Seefelder, 2008.

# Anhang XI: Beispielschreiben für benötigte Informationen zur Bewertung

Sehr geehrte Damen und Herren

Nachfolgend finden Sie eine Liste der Informationen, welche für die Bewertung Ihres Unternehmens benötigt wird. Sollten nicht alle Informationen in schriftlicher Form vorliegen, können wir dies auch mündlich besprechen.

Sollten Sie Fragen dazu haben, bitten wir Sie jederzeit mit uns Kontakt aufzunehmen.

1. Finanzielle Informationen der Gesellschaft resp. der konsolidierten Gruppe
  - a. Jährliche Berichterstattung (inkl. Revisionsbericht)
  - b. Interne Management-Reports
  - c. Interne Erfolgsrechnungen und Bilanzen (aufgeteilt in Divisionen, Produktlinien resp. Branchen)
  - d. Letzter ungeprüfter Zwischenabschluss (Erfolgsrechnung und Bilanz) inkl. Kommentaren
  - e. Letztes verfügbares Budget
  - f. Prognostizierte Annahmen über zukünftige: Margen, Fremdwährungskurse, Inflation, Wachstumsraten, Marktanteil, Preisentwicklung, Saisonalität, F&E, gruppenweite Transaktionen und Deklaration der Marktkonformität der Transferpreise
  - g. Vergleich Budget mit effektiven Zahlen
  - h. CapEx budgetiert und effektiv
  - i. Informationen zur Kapitalisierungspolitik (Behandlung von immateriellen Vermögen)

- j. Abschreibungstabelle des Anlagevermögens (inkl. allfälligem Goodwill)
  - k. Stille Reserven per letztem verfügbaren Stichtag (Gesamtbetrag an stillen Reserven inkl. Veränderung zur vorangehenden Berichtsperiode)
  - l. Liste der 10 grössten Kunden (aufgeteilt in Umsatz, Deckungsbeitrag je Kunde, Branche/Division)
  - m. Erwartete Debitorenverluste in % der Debitoren
  - n. Details von aktuellen oder zukünftigen Schuldzinsen (Höhe, Zinssatz, Fälligkeit, Kreditbedingungen, Bank)
  - o. Stand Deckungsgrad der Pensionskasse, Details zum Plan, Höhe und Möglichkeiten eines Bezugs einer allfälligen Arbeitgeberbeitragsreserve
  - p. Details zu Mitarbeiterbeteiligungsplänen
  - q. Erwartete Steuerrate resp. Details zu Verlustvorträgen (Höhe der Verlustvorträge, Datum des Verfalls), Übersicht der latenten Steuern und allfälligen Steuerrulings
  - r. Beschreibung der Ausserbilanzverpflichtungen (Eventualverbindlichkeiten, Derivative)
  - s. Details zu früheren Kaufangeboten und Diskussionen inkl. Bewertungen und Due Diligence Reports
  - t. Bei KMU's – Lohn und Funktion des Inhabers inkl. nahen Verwandten
2. Nicht betriebliche Aktiven/Passiven und nicht betriebliche Aufwände/Erträge
- a. Details zu nicht betrieblichen Aktiven/Passiven
  - b. Höhe des für den Betrieb notwendigen Bestandes an flüssigen Mitteln (Absolute Höhe oder in % des Umsatzes)
  - c. Erläuterungen zu ausserordentlichen Erträgen und Aufwänden
3. Rechtliche Informationen
- a. Statuten
  - b. Aktienregister (Aktionäre, Anzahl und Typ der Aktien)
  - c. Liste und Beschreibung von signifikanten Verträgen (z.B. Einkaufs- und Lieferverträge, Leasings, Mietverträge, Lizenzverträge,

Gewinnbeteiligungsverträge, Aktionärsverträge, Bonusprogramme,  
Gewährleistungsverpflichtungen, Kreditverträge)

d. Übersicht über pendente Rechtsstreitigkeiten

#### 4. Zusätzliche Informationen

- a. Übersichten über Unternehmen, Geschäftssitze, Verteilung der Aktien
- b. Organigramm (Management, Anzahl Mitarbeiter)
- c. Protokoll der Geschäftsleitung und Verwaltungsrat
- d. Broschüren zu den Produkten und Dienstleistungen, Aufführung und Beschreibung der wesentlichen Value Drivers aus Sicht des Managements
- e. Marktstudien, Artikel
- f. Liste und Beschreibung der wesentlichen Konkurrenten
- g. Liste und Beschreibung der wesentlichen Lieferanten
- h. Derzeitige Produktionsauslastung (in %)
- i. Andere Informationen, welche aus ihrer Sicht wesentlich sind.

Herzlichen Dank für Ihre geschätzte Mitarbeit und die Zurverfügungstellung der Unterlagen bis spätestens XX.XX.XXXX.

Freundliche Grüsse

Hans Mustermann

# Anhang XII: Analysierte Gerichtsentscheide

Gerichtsfall	Gesetzes- artikel	Beschreibung	Bewertung ist zentraler Punkt	Wert ist zentraler Punkt	Bewertung durch Richter	Liquidations- /Fortführungs- wert	Bewertungs- methode	Bewertungs- methode Richter bei Vorinstanz
BGE 5A_387/2010	Art. 120 / 196ff. ZGB, 211 ZGB	Scheidungsfall, Bewertung eines Architekturbüros		X	X	Fortführung	Mix aus Substanz- und Ertragswert	Mix aus Substanz- und Ertragswert
BGE 136 III (2010) 209	Art. 204 / 207 / 214 ZGB	Fortführungswert auf Basis von von Zukunftswerten einer GmbH		X	X	Fortführung	DCF- Methode	DCF- Methode
BGE 5A_733/2009	Art. 211 ZGB	Scheidungsfall		X	X	Fortführung	DCF- Methode	DCF- Methode
BGE 4A_31/2009	Art. 580 OR	Bestimmung eines Wertes einer Kollektivgesellschaft, wenn eine Person das Unternehmen verlässt		X	X	Fortführung	Substanz- wert	Substanz- wert
BGE 2C_688	Art. 18 DBG	Bewertung von Aktien		X	X	Fortführung	nachhaltige Gewinne mit 8,75% kapitalisiert	nachhaltige Gewinne mit 8,75% kapitalisiert
BGE 5A_558/2008	Art. 286 SchKG	Bewertung einer Immobilienfirma	X			Liquidations- wert	Marktwert	Marktwert
Obergericht Schaffhausen OGE 40/2007/4 23.01.2009	Art. 105 FusG	Bestimmung der Ausgleichszahlung, wenn die Rechte der Aktionäre nicht gewährt werden können.	X			Fortführung	n/a	n/a
Kantons- gericht SG 19.01.2009	Art. 530 OR	Valuation of shares	X			Liquidations- wert	Liquidations- wert	Liquidations- wert
BGE 4A_440/2007	Art. 105 FusG	Bezugsrechte bei Fusionen				Fortführung	n/a	n/a
Bundesver- waltungs- gericht A-1542/2006	VStG	Liquidation eines Unternehmens	X			Liquidations- wert	Substanz- wert	Substanz- wert
KGE (Zivil- gerichtshof I) vom 08.04.08	Art. 340 OR	Kundenbasis als Teil des Unternehmenswertes				n/a	n/a	n/a
BGE 4P.47/2007	Art. 9, 29, 30 BV	Verkauf von Aktien	X			Fortführung	Ertragswert	Ertragswert
Kantons- gericht GR, 16.08.2007	Art. 105 FusG	Bezugsrechte bei Fusionen	X			Fortführung	DCF- Methode	DCF- Methode
LGVE 2007 II	Art. 95 StG	Ausnahme von Minimalsteuern auf Eigentum				Fortführung	Marktwert (nicht aufgeführt)	Marktwert (nicht aufgeführt)
ZF 06 42 Urteil des Kantons- gerichts, Zivilkammer, 2.10.2006		Verkauf von Aktien	X			Fortführung	Ertragswert	Ertragswert
SRK-2005 Eidg. Steuerrekurs- kommission	Art. 4 VStG, Art. 20 I VStV	Angenommene versteckte Ausschüttungen an Aktionäre	X			Fortführung	DCF- Methode	DCF- Methode
BGE 2A_370/2004	Art. 58 I, 67 I DBG	Legitimation von vorgetragene Verlusten				Fortführung	Mix von Substanz- und Ertragswert	Mix von Substanz- und Ertragswert
SRK-2004-068 der eidg. Steuerrekurs- kommission	Art. 5 Abs. 2 StG	Stempelabgaben	X			Fortführung	Marktwert	Marktwert
BGE 2P.140/2004 2A.313/2004	Art. 20 Abs. I lit. c DBG	Transponierung				Fortführung	Umsatz- und Lohnmultiple	Umsatz- und Lohnmultiple
BGE 2P.321/2004 2A.599/2003	Art. 19 Abs. I lit. a DBG	Steuerneutrale Umstrukturierung	X			Fortführung	Marktpreis	Marktpreis
Verwaltungs- gericht Luzern 26.02.2004	Art. 19 Abs. I Ziff. 3 aStG Luzern	Teilliquidation, Kalkulation des Ertrages	X			Liquidations- wert	Substanz- wert	Substanz- wert
BGE 2A.590/2002	Art. 58 DBG	Vorzugspreis für Aktien, "dealing at arm's length"	X			Fortführung	vergleich- barer Marktpreis	vergleich- barer Marktpreis
BGE 6P.5/2003	Art. 163 Ziff. I, 251 Ziff. I aStGB	Betrügerischer Bankrott	X			Fortführung	Nominalwert der Aktien	Nominalwert der Aktien

Abbildung 52: Analysierte Gerichtsentscheide<sup>693</sup>

<sup>693</sup> Eigene Darstellung.

# Anhang XIII: Unterlagen für Due

## Diligence<sup>694</sup>

### 1. Gesellschaftsunterlagen:

- 1.1. Aktuelle beglaubigte Handelsregistrauszüge aller Gesellschaften (einschließlich der Beteiligungsgesellschaft);
- 1.2. Aktuelle Satzungen/Statuten und Gesellschaftsverträge/Gründungsurkunden aller Gesellschaften;
  - 1.2.1. Gibt es beschlossene, aber noch nicht eingetragene Änderungen?
- 1.3. Übersicht über die Kapitalstruktur der Gesellschaften.
  - 1.3.1. Gibt es Sonderrechte für Gesellschafter?
  - 1.3.2. Gibt es beschlossene aber noch nicht eingetragene Kapitalerhöhungen bzw. Kapitalherabsetzungen, etc.?
- 1.4. Gesellschafterstruktur, Verzeichnis der Aktionäre/Aktienregister (inkl. der Entwicklung der Beteiligungsverhältnisse);
  - 1.4.1. Kopien der Aktienzertifikate und Angabe des Aufbewahrungsortes;
- 1.5. Beschlüsse der Generalversammlung, Beschlüsse des Verwaltungsrates, Beschlüsse der Geschäftsführung;
- 1.6. Verträge unter Aktionären/Gesellschaftern (z.B. Aktionärbindungsverträge);
- 1.7. Bestehen Mitarbeiterbeteiligungsmodelle?
- 1.8. Bestehen irgendwelche Verpflichtungen zur Ausgabe neuer Aktien?
- 1.9. Hält die Gesellschaft eigene Aktien?
- 1.10. Bestehen über allgemeine Leistungs- und Lieferverträge hinausgehende Vereinbarungen und Rechtsverhältnisse zwischen den Unternehmen und den Beteiligungsgesellschaften bzw. zwischen diesen Gesellschaften und ihren Gesellschaftern?

---

<sup>694</sup> Mit Genehmigung des Urhebers veröffentlicht.

- 1.11. Bestehen Vereinbarungen über die Gewährung von Bürgschaften, Garantien oder sonstige Sicherheiten durch die Gesellschaften für Verbindlichkeiten Dritter, sowie Verpflichtungen gegenüber Dritten, die umgekehrt für die Gesellschaften Bürgschaften, Garantien oder sonstige Sicherheiten gestellt haben?
- 1.12. Darstellung der Konzernstruktur aus rechtlicher (Konzernverbindungen) und organisatorischer Sicht (Organisationsstruktur des oberen Management gegliedert nach Funktion und Verantwortungsbereich);
- 1.13. Betreibungsregisterauszüge der Gesellschaften;

## **2. Wirtschaftsprüfer- und Zwischenberichte:**

- 2.1. Jahresabschlüsse, Lageberichte und/oder Prüfungsberichte der letzten drei Geschäftsjahre;
- 2.2. Beschreibung und Analysen wesentlicher Änderungen der Rechnungslegung;

## **3. Steuern:**

- 3.1. Berichte der Betriebsprüfer/Steuerverwaltung zur Revision für die letzten drei Geschäftsjahre sowie sonstige Unterlagen hinsichtlich steuerrechtlicher Verfahren oder Erkenntnisse;
- 3.2. Steuererklärungen und Steuerveranlagungen/Bescheide für die direkten Steuern, indirekten Steuern und Abgaben für die letzten drei Jahre;
- 3.3. Berichte der MWSt-Revision, Eintragungsbescheinigung ins MWSt-Register, Quartalsabrechnungen der letzten 3 Jahre, allfällige Bewilligung zur Abrechnung nach vereinnahmten Entgelten, Umsatzabstimmungen der letzten 3 Jahre, Erläuterungen zu Eigenverbrauch (z.B. Fahrzeuge), Erläuterungen zu allfälligen Vorsteuerkürzungen, Kopie einer Rechnung an Kunde je Umsatzart

## **4. Verträge und Vereinbarungen:**

- 4.1. Bekanntgabe aller mittelbaren und unmittelbaren gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen und Unterbeteiligungen der Gesellschaften an anderen Gesellschaften unter Angabe des Umfangs der Beteiligung und der Kapitalstruktur einschließlich stiller Beteiligungen;
- 4.2. Wesentliche Verträge mit Lieferanten und Hauptkunden bzw. Hauptgeschäftspartnern sowie andere wesentliche Verträge mit Lieferanten, Kunden oder sonstigen Dritten,

- die über den Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs hinausgehen (z.B. Lizenzverträge, Kreditverträge, Verträge über die Nutzung von Infrastruktur, Kaufverträge, EDV und Einrichtungen), wesentliche Kooperationsvereinbarungen;
- 4.3. Wesentliche Verträge mit Vertragshändlern, Vertretern, Vertriebspartnern (z.B. Kommissionsverträge, Joint-Venture-Verträge, Leasing- und Mietverträge, Einkaufsverträge, Service- und Outsourcing-Verträge);
  - 4.4. Sonstige wesentliche Verträge und Erklärungen, deren Gegenstand außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs liegt oder die untypische nachteilige Bedingungen aufweisen oder Haftungsrisiken beinhalten (z.B. Geheimhaltungs-, Absichtserklärungen, Eigentumsvorbehalte, Verfügungsbeschränkungen);
  - 4.5. Verträge mit „Nahestehenden“ wie Gesellschaftern, Verwaltungsräten, Geschäftsführern, Mitgliedern des Managements und deren nahen Angehörigen sowie verbundenen bzw. nahestehenden Unternehmen;
  - 4.6. Aufstellung und Beschreibung aller Gewährleistungen und Haftungen, Zusagen gleich welcher Art;
  - 4.7. Sicherungsgeschäfte, Bürgschaften, Patronatserklärungen, Abtretungen, Rangrücktritte;
  - 4.8. Sind Aktiven zediert? Bestehen Pfandbelastungen, Eigentumsvorbehalte oder sonstige Sicherungsübereignungen?
  - 4.9. Bekanntgabe aller Verträge, welche durch den Eigentümerwechsel tangiert werden („Verträge mit change of control“-Klauseln);
  - 4.10. Verträge mit strategischer Bedeutung

**5. Verbindlichkeiten:**

- 5.1. Verzeichnis aller wesentlichen kurz-, mittel- und langfristigen Verbindlichkeiten unter Angabe von:
  - 5.1.1. Schuldner,
  - 5.1.2. Gläubiger,
  - 5.1.3. Betrag,
  - 5.1.4. Zinssatz,
  - 5.1.5. Fälligkeitsdatum,
  - 5.1.6. Allfälliger Sicherheiten (Garantien, Bürgschaften, Patronatserklärungen, etc.)
- 5.2. Bankkonten unter Angabe der Salden und Kreditrahmen;
- 5.3. Beschreibung aller nichtbilanzierten Verbindlichkeiten, die wesentliche finanzielle Auswirkungen auf die einzelnen Gesellschaften, die Gruppe insgesamt oder eine Beteiligungsgesellschaft haben können;

**6. Arbeitsrechtliche Angelegenheiten:**

- 6.1. Muster von Arbeitsverträgen der Arbeiter und Angestellten sowie Beschreibung der Leistungsstruktur (Gehalt, Gratifikationen, etc.) der Gesellschaften;
- 6.2. (Anstellungs-)Verträge der Verwaltungsräte, der Geschäftsführer, des Managements, der leitenden Angestellten;
- 6.3. Bestehen Vereinbarungen zur Altersversorgung und sonstige Sozialleistungen?
- 6.4. Jahresrekapitulation aus der Lohnbuchhaltung je Mitarbeiter, Lohnjournale je Mitarbeiter, Abrechnungen mit den Sozialversicherungen (Jahresdeklaration und entsprechende Veranlagung der Sozialversicherungsbehörden);
- 6.5. Nachweis, dass Beiträge an Sozialversicherungen bezahlt wurden;
- 6.6. Gibt es Mitarbeiter mit Quellensteuerabzug?
- 6.7. Bericht einer allfälligen AHV-Revision;
- 6.8. Bestehen Vereinbarungen über gewinn- und/oder umsatzabhängige Vergütung, Boni, etc.?
  - 6.8.1. Wenn ja, mit wem, welche?
- 6.9. Aufstellung der geltenden Vereinbarungen mit Gewerkschaften, Betriebsvereinbarungen und Tarifverträge;
- 6.10. Bestehen/Bestanden arbeitsrechtliche Auseinandersetzungen in den letzten drei Geschäftsjahren? Sind solche Auseinandersetzungen angedroht oder zu erwarten?
  - 6.10.1. Wenn ja, welche und warum?
- 6.11. Besteht ein Betriebsrat?
  - 6.11.1. Wenn ja, Liste der Betriebsratsmitglieder;
- 6.12. Verzeichnis der Überstunden, Ferienguthaben, Abgangsentschädigungen;
- 6.13. Bestehen Mitarbeiterdarlehen?
- 6.14. Arbeitsreglemente, Pensionskassenreglement und Spesenreglemente
- 6.15. Bestehen noch Verpflichtungen gegenüber ehemaligen Mitarbeitern?
- 6.16. Bestehen allfällige spezialgesetzliche Bewilligungen (z.B. Arbeitsbewilligungen für ausländische Angestellte, für Nacht- und/oder Sonntagsarbeit, etc.)

**7. Rechtsstreitigkeiten und Verwaltungsverfahren; Kundenbeschwerden:**

- 7.1. Aufstellung und Zusammenfassung aller gegenwärtigen, drohenden und zu erwartenden Aktiv- und Passivprozesse, Verwaltungsverfahren oder Schiedsgerichtsverfahren von grundsätzlicher Bedeutung sowie der wesentlichen gerichtlichen Entscheidungen etc. der letzten drei Geschäftsjahre;
- 7.2. Gibt es/gab es wesentliche Straf- und/oder Verwaltungsstrafverfahren gegen Organe und/oder Mitarbeiter der Gesellschaften? Sind solche Verfahren angedroht oder zu erwarten?
- 7.3. Aufstellung und Zusammenfassung von Auseinandersetzungen (schwebend, drohend und zu erwartend) mit Behörden, insbesondere Steuer-, Umwelt- und Wettbewerbsbehörden;
- 7.4. Bestehen Risiken einer wesentlichen Einschränkung der Geschäftstätigkeit wegen Verstößen gegen Gesetze oder Auflagen?
- 7.5. Verzeichnis der bekannten und zu erwartenden Kundenbeschwerden;

**8. Geistige und gewerbliche Schutzrechte:**

- 8.1. Aufstellung aller bestehenden Lizenzen, Marken, Patente, Domains und ähnlicher Registrierungen, Schutzdauer, Schutzzumfang und Darstellung der Bedeutung für das Unternehmen;
- 8.2. Verträge betreffend Software, Wartung, Updates
- 8.3. Übersicht über wesentliche Forschungs- und Entwicklungsprogramme, inklusive prognostizierter Kosten und Erfolgsaussichten;

**9. Grundbesitz:**

- 9.1. Übersicht über wesentlichen Grundbesitz und Betriebsstätten (Auszüge aus dem Grundbuch- bzw. Liegenschaftskataster);
- 9.2. Übersicht über wesentliche Miet- bzw. Pacht- und Leasinggrundstücke, die für die Fortführung der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft von Bedeutung sind (Vertragssituation);
- 9.3. Darstellung der bauplanungsrechtlichen Situation der Betriebsgrundstücke und Vorlage der Bebauungs- und Flächennutzungspläne sowie Darstellung einer davon abweichenden tatsächlichen Nutzung.
- 9.4. Verträge im Zusammenhang mit den Grundstücken (z.B. Grundschuldbriefe, Hypotheken etc.)

**10. Umweltlasten:**

- 10.1. Bestehen bekannte oder voraussehbare, wesentlichen Umweltlasten (Luft, Boden, Wasser)? Wenn ja, welche?
- 10.2. Umweltrechtliche Verfügungen oder Beanstandungen;

**11. Versicherungen:**

- 11.1. Übersicht der bestehenden Versicherungen, soweit diese für die Fortführung des Geschäftsbetriebes von wesentlicher Bedeutung sind;
- 11.2. Bestehen nicht durch Versicherungen gedeckte Risiken?
- 11.3. Aufstellung der eingetretenen Versicherungsfälle in den letzten drei Geschäftsjahren von grundsätzlicher Bedeutung;

**12. Personal:**

- 12.1. Organisationsplan;
- 12.2. Überblick über Alter, Betriebszugehörigkeit, Verantwortungsbereiche und Qualifikation der Mitarbeiter;
- 12.3. Wesentliche Gestaltungsparameter der Verträge der Führungskräfte;

**13. Verschiedenes:**

- 13.1. Iso-Zertifikate;
- 13.2. Berichte und Analysen von externen Beratern über die Gesellschaften;
- 13.3. Für den Geschäftsbetrieb erforderliche öffentlich-rechtliche Erlaubnisse, Genehmigungen, Gewerbebeanmeldungen, etc.;
- 13.4. Gewerberechtliche Verfügungen und/oder Beanstandungen;

Die wesentlichen Unterlagen sollten in deutscher oder englischer Sprache zur Verfügung gestellt werden.

# Literaturverzeichnis

**12 Manage (2008).** What is the Skandia Navigator? Gefunden am 05. Dezember 2008 unter [http://www.12manage.com/methods\\_skandianavigator.html](http://www.12manage.com/methods_skandianavigator.html)

**Achleitner, A., Nathusius, E. (2004).** Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen. Stuttgart: Schäfer Poeschel Verlag.

**Akerlof, G.A. (1970).** The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: The Quarterly Journal of Economics. Vol. 84. No. 3. Aug. 1970. S. 488-500.

**Anderson, S., Beard, T.R. and Born, J. (1995).** Initial Public Offerings: Findings and Theories Innovations in Financial Markets and Institutions. Boston: Kluwer Academic Publishers.

**Asbra, M., Miles, K. (2009).** The Valuation of Earn-Outs and Acquired Contingencies Under SFAS 141 (R). In : The CPA Journal. S. 38-42.

**Ballwieser, W. (1995).** Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung. In: WPg. 48. Jg. S. 19-129.

**Banz, R. (1981).** The relationship between return and market value of common stocks. In: Journal of Financial Economics. 9. S. 3-18.

**Barker, R. (2001).** Determining Value. Harlow: Pearson Education Ltd.

**Basu, S. (1977).** The investment performance of common stocks in relation to their price-earnings : a test of the efficient market hypothesis. In : Journal of Finance. 32. S. 663-682.

**Blough, S., Glaser, M., Kiet, O., Scholz, C. (2007).** How earn-out clauses can shift risks. In : International Tax Review. Jul/Aug 2007.

**Blume, M. (1975).** Betas and their Regression Tendencies. In: Journal of Finance. 30. S. 785-795.

**Böckli, P. (2009).** Schweizer Aktienrecht. 4. Auflage. Zürich: Schulthess Juristische Medien AG.

**Boemle, M., Stolz, C. (2002).** Unternehmensfinanzierung. 13. neu bearbeitete Auflage. Zürich: Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes.

**Born, K. (1995).** Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung. Stuttgart: Schäfer Poeschel Verlag.

**Brealey, R.A., Myers, S.C. (2003).** Principles of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill.

**Breidenbach, B. (1991).** Überlegungen zur Ermittlung des Wertes einer Steuerberatungspraxis. Deutsches Steuerrecht. 29. Jg. S. 47-53.

**Bremer, J.G. (1996).** Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen. In: Betriebswirtschaftliches Controlling – Planung, Entscheidung, Organisation. Festschrift für Dietrich Adam, herausgegeben von Rieper, B., Witte, T., Berens, W. (1996). S. 49ff.

**Brennan, M. (1970).** Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy. In: National Tax Journal. Vol. 23. S. 417-427.

**Brennan, M.J., Schwartz, E.S. (1985).** Evaluating Natural Resource Investments. In: The Journal of Business. Vol. 58. S. 135-157.

**Buchser, M. (2010).** Das Gemeinschaftsunternehmen der Ehegatten bei Trennung und Scheidung – In welchen Fällen für den Fiskus ein Stück Fleisch am Knochen übrig bleibt. In: Zeitschrift für Schweizerisches und Internationales Steuerrecht.

**Bruckner, V. (ohne Angaben).** Unternehmenskauf: Fluch und Segen variabler Kaufpreisregelungen („Earn-Outs“) aus Sicht der Praxis. Gefunden am 10.12.2011 unter [www.nwir.de](http://www.nwir.de)

**Bruski, J. (2005).** Kaufpreisbemessung und Kaufpreisanpassung im Unternehmenskaufvertrag. In: Betriebsberater. Heft 30. S. 1-19.

**Caselli, S., Gatti, S. (2006).** Managing M&A Risk with Collars, Earn-Outs, and CVRs. In : Journal of Applied Corporate Finance. Fall 2006. S. 91-104.

**Cheridito, Y., Schneller, T. (2008).** Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung. Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich. In: Der Schweizer Treuhänder. 2008/6-7. S. 416-422.

**Cieslak, A. (2004).** Estimating the Real Rate of Return on Stocks: An International Perspective. Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen. Universität St. Gallen.

**Coase, R. (1960).** The Problem of Social Cost. In: Journal of Law and Economics. Vol. 2. S. 1-44.

**Cochrane, J. H. (2007).** Financial Markets and the Real Economy. In: Handbook of the Equity risk premium. Gefunden am 15.11.2011 unter [http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/financial\\_and\\_real\\_proofs\\_aug\\_07.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/financial_and_real_proofs_aug_07.pdf)

**Cotterman J. (2000).** Valuation of a law practice, in General Practice, Solo & Small Firm Division Magazine, Volume 17, Number 1, January / February 2000, gefunden am 09. Oktober 2009 unter <http://www.abanet.org/genpractice/magazine/2000/jan-feb/jf00cotterman.html>

**Cox, J., Ross, S. (1976).** A Survey of Some New Results in Financial Option Pricing Theory. In: Journal of Finance. Vol. 31. S. 383-402.

**Crocker, Liu, H. (2002).** Percentage of Sales Forecasting Method. Financial Management. Stern School of Business. New York. Gefunden am 16.03.2011 unter [http://pages.stern.nyu.edu/~cliu/fm\\_pctsales2003.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~cliu/fm_pctsales2003.pdf)

**Damodaran, A. (2001).** The Dark Side of Valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies. New York: Prentice Hall.

**Damodaran, A. (2006).** Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business.

**Damodaran, A. (2008).** What is riskfree rate? A Search for the Basic Building Block. New York University. Stern School of Business. Gefunden am 03. Juli 2009 unter <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

**Dixit, A., Pindyck, R. (1994).** Investment under Uncertainty. Princeton: Princeton University Press.

**Drukarczyk, J. (1996).** Unternehmensbewertung. München: Verlag Franz Vahlen.

**Drukarczyk, J., Ernst, D. (Hrsg.). (2007).** Branchenorientierte Unternehmensbewertung. München: Franz Vahlen GmbH.

**Duden (2011).** Risiko. Gefunden am 18.11.2011 unter

<http://www.duden.de/rechtschreibung/Risiko>

**Eidgenössische Steuerverwaltung (1995).** Wegleitung zur Bewertung von Papieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer- Ausgabe 1995. Gefunden am 30. November 2008 unter

<http://www.estv.admin.ch/d/dbst/dienstleistungen/kurslisten/wegleit.pdf>

**EJPD (Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement) (2009).** Unternehmensbewertung im Erbrecht – Bericht des Bundesrates vom 01. April 2009. Gefunden am 13.03.2011 unter

<http://www.ejpd.admin.ch/content/dam/data/pressemitteilung/2009/2009-04-01/ber-br-d.pdf>

**Englert, J. (2005).** Bewertung von Steuerberaterkanzleien und

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. In: Peemöller, V.H. (Hrsg.), Praxishandbuch der

Unternehmensbewertung. 3. Aufl. Berlin: Herne. S. 527-539.

**Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., Roll, R. (1969).** The Adjustment of Stock Prices to New Information. In: International Economic Review. Vol. 10. S. 1-21.

**Fama, E. F. (1978).** The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. In: American Economic Review. Vol. 68. S. 272-284.

**Fama, E. F., French, K. R. (1992).** The Cross-Section of Expected Stock Returns. In : The Journal of Finance. Vol. XLVII. No. 2. S. 427-465.

**Fama, E.F., French, K.R. (1993).** Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. In: Journal of Financial Economics. 33. S. 3-56.

**Fama, E.F., French, K. R. (2002).** The Equity Premium. In: Journal of Finance. 57. S. 637-659.

**FindLaw (1997).** LindLaw.com, Attorney's fees, September 1997, Gefunden am 11. Oktober 2008 unter <http://library.findlaw.com/1997/Sep/1/128913.html>

**Fisher, I. (1930).** The Theory of Interest. Clifton. Augustus M. Kelley Publishers.

**Flückiger, A. (2003).** Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung. In: Der Schweizer Treuhänder. 4/03. S. 263-267.

**Frederiksen (2008).** Frederiksen, Lee W.; Top Dollar Research Summary, How to achieve premium valuation for your professional services firm. In: Hinge White Paper. Gefunden am 16. November 2008 unter [http://www.pivotalbrands.com/resources/surveys/Top\\_Dollar-Report.pdf](http://www.pivotalbrands.com/resources/surveys/Top_Dollar-Report.pdf)

**Gantenbein, P. (2006).** Introduction & Valuation. Lecture in master level at the university of St.Gallen in the subject Corporate Finance. University of St.Gallen.

**Gantenbein, P., Gehrig, M. (2007).** Moderne Unternehmensbewertung – Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen. In: Der Schweizer Treuhänder. 2007/9. S. 602-612.

**Gantenbein, P., Forrer, R. (2011).** Bewertung unter Unsicherheit – Herausforderungen bei der Bestimmung des Fair Values von Start-up-Unternehmen. In: Der Schweizer Treuhänder 11/2011. S. 915-921.

**Guerard, J.B. (2010).** Handbook of Portfolio Construction. New York: Springer Verlag.

**Handschin, L. (2010).** Vom methodischen Umgang des Richters mit Bewertungsfragen. In: Justice – Justiz – Giustizia. 2010/4.

**Handschin, L., Chou, H.-L. (2009).** Die Kollektivgesellschaft, die Kommanditgesellschaft. In: Zürcher Kommentar. V4b, 4. Auflage 2009. S. 404-429.

**Hauser, M. A., Turnes, E. (2010).** Unternehmensbewertung und Aktienanalyse – Grundlagen, Methoden, Aufgaben. Zuerich: Verlag SKV.

**Helbling, C. (1991).** Unternehmensbewertung und Steuern. Düsseldorf: IDW-Verlag GmbH.

**Helbling, C. (1996).** Bewertung von KMU – Grundsätze und Besonderheiten bei der Bewertung von kleineren und mittleren Unternehmen. In: Der Schweizer Treuhänder. 11/96. S. 931-938.

**Helbling, C. (2000).** Cash Flow und Finanzplanung. In: Der Schweizer Treuhänder. 9/00. S. 869-880.

**Helbling, C. (2001).** Unternehmensbewertung im Wandel. In: Der Schweizer Treuhänder. 6-7/2001. S. 607-614.

**Helbling, C. (2002).** 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung – Die wichtigsten unbestrittenen Grundsätze aus der Praxis der Unternehmensbewertung. In: Der Schweizer Treuhänder. 9/2002. S. 735-744.

**Hostettler, S. (1997).** Economic Value Added. Dissertation Universität St. Gallen. Bern: Haupt Verlag.

**Huber, M. (1998).** Bewertung von Dienstleistungsunternehmen. Bern: Haupt Verlag.

**Ibbotson (2007).** SBBI Valuation Edition 2007 Yearbook, Chicago: Morningstar, Inc.

**IDW (2008).** IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008). Gefunden am 29. Dezember 2009 unter [http://www.pw.wiso.uni-erlangen.de/download/IDW/IDW\\_S\\_1\\_idF\\_2008.pdf](http://www.pw.wiso.uni-erlangen.de/download/IDW/IDW_S_1_idF_2008.pdf)

**Institut der Wirtschaftsprüfer (1998).** Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen. WPg. 51. Jg. S. 26ff.

**Intangible Business (2005).** Intangible Business, The UKs Most Valuable law Firm Brands 2005, Gefunden am 9. Oktober 2008 unter [http://www.intangiblebusiness.com/store/data/files/196-UK\\_most\\_valuable\\_lawfirmsbrands\\_05.pdf](http://www.intangiblebusiness.com/store/data/files/196-UK_most_valuable_lawfirmsbrands_05.pdf)

**Janos, J., Tracia, R. (2012).** Unternehmensbewertung in der Praxis – aktuelle Herausforderungen. In: M&A Review. 23. Jahrgang. S. 165-172.

**Jensen, M. C. (1972).** Capital Markets: Theory and Evidence. In: Bell Journal of Economics and Management Science. Vol. 3. S. 357-398.

**Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976).** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics. Oktober 1976. Vol. 3. No. 4. S. 305-360.

**Jensen, M. C., Ruback, R. S. (1983).** The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. In: Journal of Financial Economics. Vol. 11. S. 5-50.

**Jensen, M.C., Smith, C.W. (1984).** The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. New York: McGraw-Hill Inc.

**Jeschke, K. (2007).** Das Beziehungsmanagement professioneller Dienstleistungsunternehmen. In: Gouthier, M.H.J., Coenen, C., Schulze, H.S., Wegmann, C. (Hrsg.) (2007). Service Excellence als Impulsgeber. Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH. S. 591-609.

**J.L. Pierson & Co. LLC (1999).** The valuation of the law practice for retirement planning purposes. Rede anlässlich des "Attorneys facing Retirement"-Seminars der Connecticut bar association.

North Haven. CT. 9. April 1999. Gefunden am 12. Oktober 2008 unter <http://www.jlpierson.com/law2.htm>

**J.L. Pierson & Co. LLC (2000).** Valuation and the New Economy. In : Value Added. Gefunden am 29. November 2011 unter [www.jlpierson.com/jlpdec00.pdf](http://www.jlpierson.com/jlpdec00.pdf)

**Kainbacher, S. (2008).** Unternehmensbewertung – Problemfelder im Dienstleistungssegment. Saarbrücken: VDM Verlag.

**Kalechava, E. (2010).** Earn-out complicates SuccessFactor deal. In : International Tax Review. 04/2010.

**Kappler U. (2004).** Due Diligence und Bewertung von europäischen Portalen und virtuellen B2C-Marktplätzen. Dissertation der Universität St. Gallen.

**Keim, D. (1985).** Dividend yields and stock returns: Implications of abnormal January returns. In: Journal of Financial Economics. 12. S. 473-489.

**Kirkby, J.(2007).** What Is It That Customers Value Most? Gefunden am 25. November 2008 unter [http://www.customerthink.com/article/what\\_is\\_it\\_that\\_customers\\_value\\_most](http://www.customerthink.com/article/what_is_it_that_customers_value_most)

**Knief, P. (1978).** Neue Ansätze zur Bewertung von Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen. Deutsches Steuerrecht. 16. Jg. S. 21-27.

**Knief, P. (2011).** Praxisbewertung für Ärzte. Gefunden am 12.11.2011 unter [http://www.peterknief.de/Praxisbewertung/Praxis\\_Mediziner/praxis\\_mediziner.html](http://www.peterknief.de/Praxisbewertung/Praxis_Mediziner/praxis_mediziner.html)

**Kommission für Wirtschaftsprüfung der Treuhandkammer (2009).** Handbuch für Wirtschaftsprüfung. 2. Auflage. Zürich: Verlag SKV.

**Kuhn, W. (2005).** Entrepreneurial Finance und ihre Implikationen auf das Modigliani-Miller-Theorem. In: Jahrbuch Entrepreneurship 2004/05. Berlin: Springer Verlag.

**La, Patterson, Style (2008).** La, Vinh; Patterson, Paul; Styles, Chris; Client perceived performance and value in professional B2B services: An international perspective. In: Journal of International Business Studies. Online Publikation vom 26. Juni 2008. Gefunden am 24. November 2008 unter <http://www.palgrave-journals.com/jibs/journal/vaop/ncurrent/abs/8400406a.html>.

**Laux, H. (2005).** Entscheidungstheorie. 6. Auflage. Berlin Heidelberg: Springer Verlag.

**Lin, M.-C., Chou, P.H. (2003).** The Pitfall of Using Sharpe Ratio. In: Finance Letters. 1. S. 84-89.

**Lintner, J. (1965a).** The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. In: Review of Economics and Statistics. Vol. 47 Nr. 1. S. 13–37.

**Lintner, J. (1965b).** Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification. In: Journal of Finance. December. Vol. 20. Iss. 4. S. 587–615.

**Loderer, C. et al. (2005).** Handbuch der Bewertung. Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.

**Ludvigsen, I. K. (2004).** Wie bewertet man ein Unternehmen? Bewertungsmethodik erklärt für Juristen. In: Aktuelle Juristische Praxis. 10.2004. p. 1285-1292.

**Malak, J. (2008).** Valuation Issues: Law practices and goodwill, Cogent Valuation articles, Gefunden am 11. Oktober 2008 unter <http://www.cogentvaluation.com/pdf/ValuationIssuesLawPracticesandGoodwill.pdf>

**Mandl, G., Rabel, K. (1997).** Unternehmensbewertung. Wien: Ueberreuter.

**Markowitz, H. (1952).** Portfolio Selection. In: The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952). S. 77-91.

**Markowitz, H. (1959).** Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment. New York: Wiley.

**Markowitz, H. (1990).** Foundation of Portfolio Theory. Nobel Lecture 1990. Gefunden am 08.11.2011 unter [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1990/markowitz-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1990/markowitz-lecture.pdf).

**Markowitz, H. (1999).** The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960. In: Financial Analysts Journal. Jul/Aug 1999, 55, 4. S. 5-16.

**Maul, K.-H. (1992).** Offene Probleme der Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftsprüfer. In: DB, 45. Jg. S. 1253-1259.

**McDougall, G.H.G., Levesque, T., (2000).** Customer satisfaction with services: Putting perceived value into the equation. In: Journal of Service Marketing. 14(5). S. 392 – 410.

**Mehra, R., Prescott, E.C. (1985).** The Equity Premium. In: Journal of Monetary Economics. 15. S. 145-161.

**Meier-Mazzucato, G., Montandon, M.A. (2011).** Finanzierung der entgeltlichen Unternehmensnachfolge – Optimierung der Steuern und der Finanzierung. In: Der Treuhandexperte. 3/2011. S. 150-156.

**Mercer, C. (1997).** Quantifying Marketability Discounts: Developing and supporting marketability discounts in the appraisal of closely held business interests. Memphis: Peabody Publishing.

**Merton, R.C. (1969).** Lifetime Portfolio Selection under uncertainty: The continuous-Time Case. In: Review of Economics & Statistics. Vol. 51. Iss. 3. S. 247-257.

**Meuli, H.M. (1996).** Earn-Out-Methode als Instrument der Preisgestaltung bei Unternehmensverkäufen Ansatz - Preisermittlung - steuerliche Implikationen. Zürich: Treuhand-Kammer.

**Meyer, C., Hail, L. (2006).** Abschlussanalyse und Unternehmensbewertung. Zürich: Verlag SKV.

**Meyer, C., Hail, L. (2002).** Unternehmensbewertung. In: Der Schweizer Treuhänder. Ed. 6-7. p. 573-584.

**Miles, J.A., Ezzell, J.A. (1980).** The weighted average Cost of Capital, perfect Capital Markets, and Project Life – a Clarification. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1980. S. 719-730.

**Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961).** Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. In: Journal of Business. 34. S. 411-33.

**Modigliani, M., Miller, M. (1958).** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. In: American Economic Review. 48. S. 261-297.

**Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963).** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. In: American Economic Review. 53. S. 433-43.

**Moog, T. (2009).** Strategisches Ressourcen und Kompetenzmanagement industrieller Dienstleistungsunternehmen. – Ein theoretischer und praktischer Erklärungsansatz. Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH.

**Moxter, A. (1998).** Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung. 2. vollst. umgearbeitete Auflage. Wiesbaden: Gabler Verlag.

**Moxter, A. (1999).** Bilanzrechtsprechung. 5. Auflage. Tübingen: J.C.B. Mohr (Paul Siebeck).

**Myers, S.C. (1974).** Interactions of Corporate Financing and Investments Decisions – Implications for Capital Budgeting. In: Journal of Finance. 29. S. 1-25.

**Myers, S.C., Majluf, N.S. (1994).** Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. In: Journal of Financial Economics. 35. S. 99-122.

**Namasivayam, Denizci (2006).** Human Capital in service organizations: identifying value drivers. In : Journal of Intellectual Capital, Vol 7, Nr 3, Year 2006, S. 381 – 393.

**National Legal Research Group, Inc (1995).** National Legal Research Group, Inc, Valuation of Law Practices, 30 March 1995, Gefunden am 10. Oktober 2008 unter <http://www.divorcesource.com/research/edj/discovery/95mar30.shtml>

**Peemöller, V.H., Bömelburg, P., Hoferer, G. (1994).** Ansätze zur Ertragswertermittlung von Steuerberatungs- und Wirtschaftsprüferkanzleien. In: DStR. S. 914.

**Peemöller, V.H. (Hrsg.) et al. (2004).** Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Herne: NWB Verlag.

**Peemöller, V.H. (2005).** Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 3. Auflage. Herne/Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe GmbH & Co. KG.

**Pizzani, L. (2006).** M&A Earn-Outs Under the Microscope. In : Money Management Executive. 06.02.2006. S. 4.

**J.L. Pierson & Co. LLC (1999).** zitiert von Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs: Valuing Small Business & Professional Practices, 3<sup>rd</sup> Edition, 1989, New York, NY: McGraw-Hill Irwing Library of Investment & Finance.

**Porter, M. E (1985).** *Competitive Advantage*, New York: Free Press.

**Pratt, S.P. (2001).** Business Valuation Discounts and Premiums. New York: Wiley.

**Pratt, S.P., Reilly, R.F., Schweihs, R.P. (2000).** Valuing a Business: The Analysis & Appraisal of Closely Held Companies. 4. Auflage. New York : Irving Professional Pub.

**PwC (2008):** Jahresbericht Schweiz 2008, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich.

**Rappaport, A. (1986.)** Creating Shareholder Value : The New Standard for Business Performance. New York: The Free Press.

**Rappaport, A. (1995).** Shareholder-Value als Maßstab für die Unternehmensführung. Stuttgart: Schäfer Poeschel.

**Roll, R. (1977).** A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory. In: Journal of Financial Economics. Vol. 4. S. 129- 176.

**Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jaffe, J. (2005).** Corporate Finance. New York: McGraw-Hill.

**Roy, A.D. (1952).** Safety First and the Holding of Assets. In: Econometrica. Vol. 20. no. 3 (July). S. 431-449.

**Rubinstein, M. (2002).** Markowitz's „Portfolio Selection“: A Fifty-Year Retrospective. In: The Journal of Finance. Vol. LVII. No. 3. June 2002. S. 1041-1045.

**Salojärvi, S., Furu, P., Sveiby, K.-E. (2004).** Knowledge Management and Growth in Finnish SMEs. In: Journal of Knowledge Management. Vol. 9.

**Samuelson, P.A. (1969).** Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming. In: The Review of Economics and Statistics. Vol. 51. Iss. 3. S. 239-246.

**Schäfer, A. (2001).** Bewertung Intellektuellen Kapitals. Osnabrück: Der andere Verlag.

**Schildbach, T. (1995).** Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“. In: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. S. 620-632.

**Schmalenbach, E. (1921).** Die Beteiligungsfinanzierung. Leipzig: Westdeutscher Verlag.

**Schweizerische Steuerkonferenz (2006).** Kreisschreiben 28 – Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer. Gefunden am 12. März 2011 unter [http://www.steuerkonferenz.ch/pdf/ks\\_28.pdf](http://www.steuerkonferenz.ch/pdf/ks_28.pdf)

**Schwert, G. W. (1983).** Size and Stock Returns and Other Empirical Regularities. In: Journal of Financial Economics. Vol. 12. S. 3-12.

**Seefelder (2008).** Stuttgarter-Verfahren, Gefunden am 20. Dezember 2008 unter <http://www.seefelder.de/unternehmensbewertung/stuttgarter-verfahren.php>

**Sethe, R., Weber, P. (2010).** Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode. In: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen. 2010. S. 129-138.

**Sharpe, W.F. (1963).** A Simplified Model of Portfolio Analysis. In: Management Science. Vol. 9. No. 2. 01.1963. S. 277-293.

**Sharpe, W.F. (1990).** Capital Asset Prices with and without negative Holdings. Nobel Lecture. December 7. 1990.

**Sharpe, W.F. (1994).** The Sharpe Ratio. In: The Journal of Portfolio Management. Fall 1994. Gefunden am 11.11.2011 unter <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm>

**Sifleet (2008).** Sifleet, Jean D.; "Value Drivers" - Tips to make your business more successful. Ezine Articles. Gefunden am 15. November 2008 unter <http://ezinearticles.com/?Value-Drivers--Tips-to-Make-Your-Business-More-Successful!&id=1648785>

**Smith, C. (1976).** Option Pricing: A Review. In: Journal of Financial Economics. Vol. 3 S. 3-51.

**Smith, C. (1979).** Applications of Option Pricing Analysis. In: Handbook of Financial Economics. J. L. Bicksler (ed.). North Holland. S. 79-121.

**Sperry, P. (2011).** Lessons Learned on the Lines. In : Mergers & Acquisitions : The Dealmaker's Journal. Vol. 46. Iss. 4. S. 44-45.

**Spremann, K. (2003).** Portfoliomanagement. München: R. Oldenbourg Verlag.

**Spremann, K. (2006).** Modern Finance. München: R. Oldenbourg Verlag.

**Stern, G.B. (1991).** The Quest for Value. New York : HarperCollins Publishers.

**Stern, J.M., Shiely, J.S. (2001).** The EVA challenge implementing value-added change in an organization. New York: Wiley.

**Stewart, G.B. (1991).** The quest for value. New York: Harper.

**Stoffel, W. (2010).** Das Gesellschaftsrecht 2008/2009. In: Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht. 2010. S. 59-76.

**Sveiby, K. (2007).** Methods for Measuring Intangible Assets. Gefunden am 05. Dezember 2008 unter <http://www.sveiby.com/Portals/0/articles/IntangibleMethods.htm>

**The Bottom Line Consultancy (2008).** The Bottom Line Consultancy. Law practice valuations. Gefunden am 10. Oktober 2008 unter [http://www.bottomlineconsultancy.com/law\\_practice\\_valuations.htm](http://www.bottomlineconsultancy.com/law_practice_valuations.htm)

**Then Bergh, W. (1985).** Sonderheiten der Preisfindung für Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen. In: Die Wirtschaftsprüfung. 38. S. 171-174.

**Tierney, T., Baveja, S., Rogers, S. (2003).** Drivers of Success in Services. In: European Business Journal. 15. April 2003. Gefunden am 15. November 2008 unter [http://www.bain.com/bainweb/Publications/printer\\_ready.asp?id=11544](http://www.bain.com/bainweb/Publications/printer_ready.asp?id=11544)

**Tobin, J. (1958).** Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. In: Review of Economic Studies. Vol. 25. No. 1. S. 65-86.

**Tobin, J., Brainard, C. (1977).** Asset Markets and the Cost of Capital. In: Private Values and Public Policy. Essays in Honor of William Fellner. North-Holland. S. 235-262.

**Valk, T. (2006).** Unternehmenstransaktionen und Due Diligence – Integraler Bestandteil des Transaktionsprozesses. In: Der Schweizer Treuhänder. 04/2006. S. 244-247.

**Vettiger, T., Volkart, R. (2002).** Kapitalkosten und Unternehmenswert. In: Der Schweizer Treuhänder. 09/2002. S. 751-758.

**Villamil, A. P.** The Modigliani-Miller Theorem. In: The New Palgrave Dictionary of Economics. University of Illinois. Gefunden am 09. November 2011 unter [http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/course-files/PalgraveRev\\_ModiglianiMiller\\_Villamil.pdf](http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/course-files/PalgraveRev_ModiglianiMiller_Villamil.pdf)

**Vischer, M. (2010).** Schaden und Minderwert im Gewährleistungsrecht beim Unternehmenskauf. In: Schweizerische Juristen-Zeitung. 106/2010. S. 129-141.

**Volkart, R. (1999).** Tax Shield, APV und WACC. In: Der Schweizer Treuhänder. 6-7/99. S. 543-554.

**Volkart, R., Suter, R. (1999).** WACC-Kapitalkostenkonzept bei grossen Schweizer Gesellschaften weitgehend umgesetzt. In: Der Schweizer Treuhänder. 4/99. S. 291-298.

**Volkart, R. (2008).** Grundlagen der Finanzierung und Investition. Zürich: Versus Verlag AG.

**Volkart, R. (2011).** Corporate Finance. 5. Aufl. Zürich: Versus Verlag AG.

**Von Neumann, J., Morgenstern, O. (1943).** Theory of Games and Economic Behavior. 1. Edition. Princeton: Princeton University Press.

**Von Nordenflycht, A. (2010).** What is a Professional Service Firm? Toward a Theory and Taxonomy of Knowledge-Intensive Firms. In: Academy of Management Review. Vol. 35. No. 1. S. 155-174.

**Wall, G. (2009).** Increased Use of Earn-Outs in Current Economic Environment. In : Orange Country Business Journal. S. 14 und 22.

**Weimar, P. (2009).** Die Verfügungen von Todes wegen. In Berner Kommentar. 2009. S. 457-516.

**Wieser, C. (2008).** Offenlegung eines Bewertungsgutachtens im Rahmen einer Klage auf Überprüfung des Umtauschverhältnisses – Besprechung von BGE 134 III 255. In: GesKr. 2008. S. 263-266.

**Zaby, S. (2009).** Wagniskapital zur Gründung innovativer Unternehmen – Fundamental für wertschöpfendes Schweizer Wirtschaftswachstum. Dissertation Universität Basel.

**Zimmermann, H. (1996).** Finanzanalyse und Kapitalmarkttheorie am Beispiel schweizerischer Wirtschaftssektoren. In: Finanzmarkt und Portfolio Management. 10. Jhrg. 1996. Nr. 2. S. 148-171.

**Zinsch, B.A. (2008).** Bewertung mittelständischer Unternehmen – Verfahren und Besonderheiten bei kleinen und mittleren Unternehmen. Hamburg: Diplomica Verlag GmbH.

# Interviewliste

Interview 27.10.2008, 10.00h bis 11.00h mit Partner und Gründer Unternehmen A

Interview 31.10.2008, 18.00h bis 21.00h mit Partner und Gründer Unternehmen B

Interview 03.10.2008 14.00h bis 15.00h mit Markus Bucher, Partner, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Interview 03.10.2008 18.00h bis 19.30h mit Lorenz Lipp, Partner, PricewaterhouseCoopers AG, St.Gallen

Interview 02.07.2009 11.00 Uhr bis 13.30 Uhr mit T. Schneller, Director Advisory, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Interview 20.10.2010 11.00 Uhr bis 12.00 Uhr mit Partner und Gründer der Arztpraxis

Interview 30.12.2010 10.00 Uhr bis 11.00 Uhr mit Partner und Gründer Anwaltskanzlei

Interview 09.09.2011 11.00 Uhr bis 12.00 Uhr mit Partner und Gründer Unternehmen Versicherungstreuhand

Interview 10.11.2011 11.00 Uhr bis 12.00 Uhr mit Partner und Gründer Unternehmen C

Interview 09.11.2011 11.00 Uhr bis 12.00 Uhr mit Partner und Gründer Unternehmen Werbebranche

# Curriculum Vitae

## Persönliche Angaben

Name Joseph Sonderegger  
Geburtsdatum 07. September 1981 in Altstätten (SG)

## Bildungsweg

10/2008 - 01/2013 Promotionsstudium an der Universität St. Gallen  
*Abschluss als Dr. oec. HSG*

08/2007 - 10/2010 Akademie für Wirtschaftsprüfung  
*Abschluss als Dip. Wirtschaftsprüfer*

09/2002 - 04/2007 Hochschulstudium an der Universität St. Gallen  
*Abschluss als M.A. HSG*

07/1997 - 06/2001 Kantonsschule Heerbrugg  
*Matura Typus C*

## Berufliche Entwicklung

10/2010 - KS Treuhand AG  
Partner

04/2007 - 10/2010 PricewaterhouseCoopers AG, St. Gallen  
Mitarbeiter

- 03/2007 Div. studiumbegleitende Fest- und Teilzeitanstellungen