Zeitschrift: Schweizer Ingenieur und Architekt
Herausgeber: Verlags-AG der akademischen technischen Vereine
Band: 115 (1997)
Heft: 8

Artikel: Bewertung von Architektur- und Ingenieurbüros
Autor: Ludvigsen, Kim
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-79206

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 15.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Kim Ludvigsen, Zürich

Bewertung von Architektur- und Ingenieurbüros

Genau wie andere Unternehmen werden Architektur- und Ingenieurbüros verkauft und gekauft, und es gibt in Folge von Ausscheiden von Teilhabern und Beteiligungsnahmen von Mitarbeitern Veränderungen in der Besitzerstruktur. Dafür müssen meistens Unternehmensbewertungen erstellt werden. In diesem Artikel werden die gängigen Bewertungsmethoden aufgezeichnet und anhand von einem Beispiel die Eigenarten der Bewertung von Architektur- und Ingenieurbüros aufgezeichnet.

Bewertungsmethoden

Das Bewerten von Unternehmen ist keine exakte Wissenschaft, sondern hat sich anhand von Erfahrungen und Gepflogenheiten laufend entwickelt. Bewertungsmethoden können grundsätzlich in drei Gruppen aufgeteilt werden: Vermögens-, Markt- und Ertragswertmethoden. Sie sind je nach Bewertungsobjekt und -situation besser oder schlechter geeignet und können wie folgt beschrieben werden:

Methode	Basis	geeignet, wenn:
Vermögenswerte		
Substanzwert	Bilanzpositionen zu Buchwerten, inkl. stille Reserven	das Unternehmen keine Geschäftsaktivitäten hat
Liquidationswert	Bilanzpositionen zu Liquidationswerten, inkl. stille Reserven	eine Fortführung des Unternehmens nicht vorgesehen ist
Marktwerte		
vergleichbare Transaktionen	Schlüsselzahlen früher verkaufter Unternehmen	solche identifiziert werden können und die Transaktionssumme bekannt ist
ähnliche, kotierte Unternehmen	Gegenwärtige Aktienpreise von börsenkotierten Unternehmen mit ähnlichen Aktivitäten	solche identifiziert werden können
Ertragswerte		
Dividenden	Ausgeschüttete oder prognostizierte Dividenden	das Unternehmen schüttet regelmässig Dividenden aus
Gewinne	Erfolgsrechnungen der Vorjahre und Budget des laufenden Jahres	das Unternehmen profitabel ist
Cash-Flows	Letzte Erfolgsrechnung, Budgets der kommenden 3 bis 5 Jahre, langfristige Aussichten, Investitionsvorhaben	die Geschäftsentwicklung zuverlässig budgetiert werden kann

Vermögenswerte

Diese Methode bewertet Aktiven und Passiven einer Gesellschaft und ist für Dienstleistungsunternehmen wie Architektur- und Ingenieurbüros grundsätzlich ungeeignet, weil die wertvollsten Aktiven dieser Art von Unternehmen vor allem immaterieller Natur sind: Know-how der Mitarbeiter, Renommee im Markt und Beziehungsnetz der Geschäftsleitung.

Würde man Architektur- und Ingenieurbüros nach den Bilanzpositionen bewerten, würden sich meistens Werte ergeben, die weit unter den wirklichen Werten liegen würden. Ausgenommen sind Büros, deren Fortführung nicht beabsichtigt ist, z.B. bei Auflösung oder Liquidation. In diesem Falle müssen alle Aktiven und Passiven zu ihren Liquidationswerten bewertet werden.

Marktwerte

Der Vorteil dieser Methode ist, dass die Bewertung marktorientiert erfolgt, d.h. sie richtet sich nach den Preisen, die in der Vergangenheit von vergleichbaren Unternehmen bezahlt wurden oder nach den Börsenkursen von ähnlichen, kotierten Unternehmen.

Es werden sogenannte Ratios der Vergleichsunternehmen genommen und mit der entsprechenden Schlüsselzahl des Bewertungsobjektes multipliziert. Am häufigsten werden P/E-Ratios verwendet. Bei dieser Vergleichsgrösse wird der Wert berechnet, in dem das ermittelte Preis-/Gewinn-Verhältnis mit dem Gewinn des Bewertungsobjektes multipliziert wird.

Das einzige in der Schweiz börsenkotierte Architekturbüro war bis vor kurzem die in Konkurs gegangene Suter + Suter, es gibt somit keine aktuellen Börsenkurse von vergleichbaren Unternehmen.

Es gibt viele Transaktionen von Architektur- und Ingenieurbüros, die Verkaufspreise oder Finanzkennzahlen werden aber selten veröffentlicht. In den wenigen Fällen, bei denen Einzelheiten bekannt sind, handelt es sich meistens um grössere Unternehmen, die mit einem durchschnittlichen Architektur- oder Ingenieurbüro schlecht vergleichbar sind.

Diese Methode ist somit für unsere Bewertungszwecke auch schlecht geeignet.

Ertragswerte

Die Bedeutung der Ertragswertmethoden hat in den letzten Jahren immer mehr an Gewicht zugenommen. Der Grund ist, dass sie auf dem Element fokussieren, das für einen Käufer/Investor relevant ist: welche Rendite kann er bei einer gegebenen Investition erwarten, bzw. welchen Preis kann er für ein Investitionsobjekt bei einer gegebenen Rendite zahlen?

Bewertet werden die künftig erwarteten Mittelrückflüsse in Form von Dividenden, Gewinnen oder Cash-flows.

Die Bewertung von Dividenden spielt vor allem bei grösseren, börsenkotierten Unternehmen, die regelmässig Dividenden ausschütten, eine Rolle. Kleinere Unternehmen, und dazu gehören die meisten Architektur- und Ingenieurbüros, zahlen oft keine Dividenden, sondern belassen die erarbeiteten Gewinne im Unternehmen. Diese Anwendung wird hier somit nicht weiterverfolgt.

Das Kapitalisieren von Gewinnen ist eine weitverbreitete Bewertungsmethode und für Architektur- und Ingenieurbüros gut geeignet, vorausgesetzt dass diese profitabel und die Gewinne nachhaltig sind, d.h. dass man erwarten kann, dass sie einigermassen stabil bleiben. Bei dieser Methode wird der Wert P berechnet, indem ein bereinigter Gewinn - meistens ein Durchschnittswert der vergangenen Jahre - mit einem Faktor k wie folgt kapitalisiert wird

$$P = \frac{E_{bereinigt}}{k}$$

Eventuell vorhandene, nichtoperative Aktiven, wie Wertschriftendepots, Kunstgegenstände oder Ferienhäuser werden separat zum Marktwert bewertet und zum Gesamtwert addiert. Ein eventueller Unterschied zum Buchwert ist eine stille Reserve, auf der latente Steuern berechnet werden sollten.

Operative Aktiven wie Anlagen, Einrichtungen, angefangene Arbeiten und

Debitoren werden hingegen nicht individuell bewertet, sondern als Teile des Bewertungsobjektes betrachtet. Falls die operativen Aktiven nicht in ausreichendem Masse vorhanden sind, müssen entsprechende Investitionen berücksichtigt werden.

Heute erstellt man vor allem Bewertungen anhand der Cash-flows. Diese Methode ist als «Discounted Cash Flow» (DCF)-Methode bekannt. Sie ist in Nordamerika entstanden und gilt im angelsächsischen Wirtschaftsraum seit Jahrzehnten als Standardmethode. Auch in Kontinentaleuropa nimmt ihre Bedeutung zu. Die DCF-Bewertung gilt als die theoretisch richtigste Bewertungsmethode und lässt sich universell einsetzen.

Der Wert eines Unternehmens nach dieser Methode ist gleich dem Barwert der diskontierten Free Cash-flows (CF_i):

$$P = \sum_{i=1}^{n} \frac{CF_i}{(1+d)^i} \quad \text{oder}$$

$$P = \frac{CF_1}{1+d} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \frac{CF_3}{(1+d)^3} + \ldots\ldots + \frac{CF_n}{(1+d)^n}$$

Der Diskontierungssatz d wird meistens mit dem sogenannten «Weighted Average Cost of Capital» (WACC), ein gewichteter Durchschnitt der geforderten Eigen- und Fremdkapitalrendite, wie folgt hergeleitet:

$$d = \frac{r_E \cdot E + r_D \cdot D \cdot (1-T)}{E+D}$$

r_E: geforderte Eigenkapitalrendite. Die wichtigsten Einflussgrössen sind:
- Unternehmensgrösse
- Kapitalmarkt (z.B. der Schweizer Aktienmarkt, die New York Stock Exchange usw.)
- Industrie, Branche
- Leverage (Verhältnis Fremd- zu Eigenkapital)

r_D: Fremdkapitalrendite (Zinssatz von Bankdarlehen)

E: Marktwert (nicht Buchwert) des Eigenkapitals. Eigentlich das gesuchte Ergebnis (Wert des Unternehmens), daher ist die Herleitung ein iterativer Prozess

D: Marktwert des Fremdkapitals, bei marktüblicher Verzinsung gleich dem Buchwert

T: Steuersatz (genau Marginalsteuersatz)

Der grösste Vorteil der DCF-Methode ist, dass sie alle erfassbaren Einflüsse und ihre zeitliche Entwicklung berücksichtigen kann. Sie lässt sich somit vor allem gut bei Unternehmen einsetzen, die sich stark verändern und deren momentaner Zustand für ihren Wert nicht repräsentativ ist.

Die DCF-Methode hat aber einen grossen Nachteil: die Zukunftsentwicklung des Bewertungsobjektes muss zuverlässig abgeschätzt werden. Ist dies nicht möglich, lässt sich zwar eine DCF-Bewertung technisch erstellen, ihre Glaubwürdigkeit wird jedoch nicht sehr hoch sein. Ferner ist es meistens leicht, den berechneten Wert zu manipulieren: eine kleine Veränderung einer Annahme kann einen grossen Einfluss auf den Wert haben.

Weil Architektur- und Ingenieurbüros - wie auch andere Beratungsunternehmen - meistens nur in kurzen Zeiträumen (6 bis 24 Monate) planen können, ist es ausserordentlich schwierig, wenn nicht unmöglich, zuverlässige Budgets über mehr als 1 bis 2 Jahre hinaus zu erstellen.

Die Anwendung der DCF-Methode ist - jedenfalls in ihrer reinen Form - für Architektur- und Ingenieurbüros somit nicht geeignet, ausser dass diese strukturell stark verändert werden, z.B. durch Fusion, Abspaltung oder Veränderung der Geschäftstätigkeit. Dann muss ein DCF-Modell erstellt werden.

Vorgehen bei Bewertungen

Wie vorgängig erwähnt, ist die am besten geeignete Bewertungsmethode bei Architektur- und Ingenieurbüros die Kapitalisierung eines nachhaltigen Gewinnes. Das Vorgehen ist in etwa wie folgt:

Marktentwicklung

Um die Nachhaltigkeit eines Gewinnes abzuschätzen, muss man die Zukunftsentwicklung des Unternehmens beurteilen. Zuerst soll man versuchen, sich ein Bild von der Branchenentwicklung zu machen, in unserem Fall von der Bauwirtschaft:
- Wie wird sich das Bruttosozialprodukt entwickeln?
- Wird das Bauvolumen in den kommenden Jahren ab- oder zunehmen?
- Wie sind die Aussichten der Beschäftigungslage?

Es werden regelmässig Studien publiziert, die diese Fragen beantworten, z.B. von der KOF und dem BAK.

Beim nächsten Schritt soll abgeschätzt werden, welchen Einfluss die Wirtschaftsentwicklung auf das zu bewertende Unternehmen hat:
- Wie ist das Unternehmen im Markt positioniert?
- Wie wird es, verglichen mit den Konkurrenten, beurteilt?
- Ist die Auftragslage besser oder schlechter als der Branchendurchschnitt?

Der SIA veröffentlicht regelmässig Studien zur Auftragslage und -entwicklung seiner Mitgliederbüros. Durch das Vergleichen der angegebenen Werte mit den eigenen lässt sich ein gutes Bild von der zukünftigen Entwicklung relativ zum Markt machen. Wie können aber diese (subjektiven) Einschätzungen in die Bewertung einfliessen?

Die Quantifizierung kann z.B. erfolgen, indem ein Wachstumsfaktor für die Gewinne prognostiziert wird. Nimmt man z.B. bei einem Nullwachstum (nominelle Zahlen) der Bauwirtschaft eine leichte Verbesserung der Marktposition gegenüber der Konkurrenz (es werden langfristig Marktanteile gewonnen) an, ergibt sich für das betreffende Unternehmen ein Wachstumsfaktor (g) von z.B. 1%.

Nimmt man hingegen an, die Marktposition relativ zur Konkurrenz verschlechtere sich, kann der Wachstumsfaktor auch negativ sein.

Dieses Vorgehen kann nur sinnvoll angewendet werden, wenn der gewählte Wachstumsfaktor sich in einer schmalen Bandbreite befindet, z.B. zwischen -1% und +3%.

Bereinigung des Gewinnes

Um einen objektiven Gewinn zu ermitteln, muss die Jahresrechnung bereinigt werden. Vor allem bei kleineren Unternehmen wird der ausgewiesene Gewinn absichtlich klein gehalten, damit die steuerliche Belastung geringer ausfällt. Folgende Methoden sind die häufigsten, die angewendet werden, um den steuerbaren Gewinn zu reduzieren:
- Auszahlung von erhöhten, nicht marktgerechten Salären an die Eigentümer (Gehälter sind abzugsfähig, Dividenden nicht)
- Erhöhte Abschreibungen
- Bildung von nicht betriebsnotwendigen Rückstellungen
- Kauf von Kunst und anderen Dekorationsgegenständen
- Kauf von Geschäftsautos, die auch privat verwendet werden
- Abrechnung über das Geschäft von Aufwendungen, die eher privater Natur sind (Restaurantbesuche, Reisen, Geschenke)

Die Bereinigung erfolgt, in dem man bei jeder Aufwandposition in der Erfolgsrechnung überprüft, ob diese betrieblich ist oder nicht.

Die wichtigste Bereinigung ist bei kleineren Unternehmen erfahrungsgemäss

die Anpassung des Managementsalärs. Bei der Bereinigung geht man von einem marktgerechten Salär aus, d.h. das Gehalt, das man anbieten müsste, wenn man den Geschäftsleiter/die Geschäftsführung im freien Markt für die entsprechende Position suchen und anstellen müsste.

Die Honorarordnung der SIA gibt einen guten Ansatz für die Grössenordnung eines solchen Gehaltes. Der Unterschied zum ausbezahlten Salär ist ein Bestandteil des Gewinnes und muss zu den Bereinigungen gerechnet werden.

Eine weitere wichtige Bereinigung betrifft die angefangenen Arbeiten, falls diese nicht voll bilanziert werden. Der Unterschied ist eine stille Reserve, und bei einer Veränderung (es werden stille Reserven gebildet oder aufgelöst) müssen entsprechende Bereinigungen vorgenommen werden.

Nachdem alle Bereinigungen erfasst worden sind, müssen die zugehörigen latenten Steuern berechnet und abgezogen werden. Der ausgewiesene Reingewinn plus Bereinigungen nach Steuern ergibt den bereinigten Gewinn. Im untenstehenden Beispiel wird eine solche Herleitung dargestellt:

Bereinigung Gewinn	**(Fr. Mio.)**		
Durchschnittlicher Reingewinn 1994/1995			0.2
Bereinigungen			
Salär Geschäftsführer			
Ausbezahlt	0.3		
Marktgerecht	-0.2		
Differenz		0.1	
Weitere Privatbezüge		0.3	
Total Bereinigungen		0.4	
Latente Steuern auf Bereinigungen	25%	-0.1	
Bereinigungen nach Steuern			0.3
Bereinigter Reingewinn			0.5

Die Frage, ob man für das Ermitteln des nachhaltigen Gewinnes ein oder mehrere Vergangenheitsjahre in Betracht ziehen soll, kann nicht eindeutig beantwortet werden, sondern beinhaltet ein gewisses Mass an subjektiver Einschätzung. Falls die Gewinne stark schwanken, muss man versuchen, einen repräsentativen Wert abzuschätzen. Im Beispiel wurde ein Durchschnittswert der letzten zwei Jahre verwendet.

Kapitalisierungssatz

Bei der Kapitalisierung nimmt man an, dass der zu kapitalisierende Gewinn konstant bleibt und sich in aller Ewigkeit wiederholt.

In der Bewertungstheorie wurde der Kapitalisierungssatz früher meistens nach dem sogenannten «Build-up-approach» ermittelt, d.h. verschiedene Renditeelemente und Risikofaktoren wurden addiert, um den Kapitalisierungssatz zu ermitteln, wie im folgenden Beispiel:

Kapitalisierungssatz	
Risikofreier Zinssatz	4.0%
Unternehmensrisiko	1.5%
Erschwerte Verkäuflichkeit	2.0%
Kapitalisierungssatz (k)	7.5%

Die zu erwartende Rendite r wird heute eher mit dem «Capital Asset Pricing Model» (CAPM) wie folgt berechnet:

$$r = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

r_f: Risikofreier Zinssatz, als Referenzgrösse wird die Rendite von langfristigen Staatsanleihen genommen. Dieser Wert beträgt für die Schweiz momentan rund 4,0%

β: Beta-Faktor des Bewertungsobjektes, wird anhand der Volatilität (Schwankungen) der Rendite berechnet. Im Normalfall wird ein Durchschnittswert von ähnlichen Unternehmen verwendet

r_m: Langfristige Durchschnittsrendite der Börse. In der Schweiz beträgt sie rund 9,0%

Leider ist es sehr schwierig, β-Faktoren von Ingenieur- und Architekturbüros zu ermitteln. Weiter berücksichtigt CAPM den Einfluss der Grösse eines Unternehmens auf die Rendite nicht. Amerikanische Studien von börsenkotierten Gesellschaften belegen z.B., dass kleine Unternehmen höhere Renditen als grosse erwirtschaften. Die Anwendung des CAPM ist somit für unsere Anwendung nicht geeignet.

Daher möchten wir in unserem Beispiel den Kapitalisierungsfaktor k anhand von folgender Formel berechnen:

$$k = r_m - g$$

Werden für r_m 9,0% und für den Wachstumsfaktor g 1,0% eingesetzt, erhält man für k:

$$k = 9{,}0\% - 1{,}0\% = 8{,}0\%$$

Objektiver Unternehmenswert

Der objektive Unternehmenswert ergibt sich dann wie folgt:

$$P = \frac{E_{bereinigt}}{k} = \frac{E_{bereinigt}}{r_m - g} = \frac{0{,}5\,\text{Mio.}}{8{,}0\%} = 6{,}25\,\text{Mio.}$$

Dieser Wert entspricht dem Preis, welchen der Käufer zahlen würde, falls er eine Rendite ähnlich derjenigen, die er an der Schweizer Börse erzielen würde, wünscht. Weil aber das Bewertungsobjekt in unserem Beispiel nicht börsenkotiert ist, müssen zur Bewertung verschiedene Anpassungen vorgenommen werden.

Anpassungen

Folgende Anpassungen sollten bei der Bewertung von einem Architektur- oder Ingenieurbüro vorgenommen werden:

Abhängigkeit des Unternehmens von Schlüsselpersonen

Bei Beratungsunternehmen ist die Fähigkeit, Aufträge zu generieren, ein wichtiger Erfolgsfaktor. Oft ist diese Eigenschaft an einen oder mehrere Mitarbeiter gebunden. Würde dieser/diese Mitarbeiter das Unternehmen verlassen, könnte das Unternehmen einen erheblichen Umsatzrückgang erleiden. Es ist schwierig, Richtlinien zu geben, wie man diese Anpassungen vornimmt.

Erschwerte Verkäuflichkeit

Wie bereits erwähnt, setzt der objektive Unternehmenswert voraus, dass die Aktien des zu bewertenden Unternehmens frei umgesetzt werden können. Bei kleineren, nicht kotierten Gesellschaften ist dies nicht der Fall. Aus diesem Grund wird in der Praxis ein Abzug des Unternehmenswertes vorgenommen, der gemäss Studien in den USA zwischen 20 und 50 % des objektiven Wertes betragen kann. Ein in der amerikanischen Gerichtspraxis oft verwendeter Prozentsatz ist 35%.

Minderheitsanteil

Erfahrungen zeigen, dass Minderheitspakete oft mit einem Abschlag, Mehrheitspakete mit einem Zuschlag, bewertet werden. Der Grund ist, dass ein Käufer bereit ist, eine Prämie zu zahlen, falls er die Kontrolle über die Gesellschaft übernehmen und dadurch die Geschäftspolitik festlegen kann. Umgekehrt ist ein Käufer weniger gewillt, einen Minderheitsanteil zu erwerben, weil sein Einfluss auf das Unternehmen wahrscheinlich klein sein wird.

Je nach Verhältnis zwischen den Aktionären und den Bestimmungen im Aktionärbindungsvertrag kann diese Prämie/Abschlag zwischen 10 und 50% betragen. Gemäss amerikanischen Untersuchungen beträgt ein viel verwendeter Durchschnittswert 27%.

Der Wert P(a,p) vom Anteil a inkl. einem Kontrollzuschlag p kann in einer einfachen Formel wie folgt angegeben werden:

$$P(a,p) = p \cdot P + (1-p) \cdot P \cdot a = P \cdot [a + p \cdot (1-a)]$$

Beträgt z.B. a 51% und p 30%, dann wird P(a,p) gleich 65,7% von P.

Die Anpassungen können wie folgt zusammengefasst werden:

+ Objektiver Gesamtwert ohne Abschläge
- Abschlag wegen Personenabhängigkeit
- Abschlag wegen erschwerter Verkäuflichkeit
+/- Zuschlag/Abschlag wegen Mehrheits-/Minderheitsanteil
= Angepasster Wert des zum Verkauf stehenden Paketes

Mitarbeiterbeteiligung

Viele Beratungsunternehmen möchten ihren Mitarbeitern die Möglichkeit geben, sich an ihren Unternehmen zu beteiligen. Gründe dafür können sein:

- Gleitende Nachfolgeregelung
- Bindung der Mitarbeiter an das Unternehmen
- Erhöhung der Motivation

Eine Unternehmensbewertung ist ein wichtiger Bestandteil eines Mitarbeiterbeteiligungskonzeptes. Erforderlich ist aber auch eine Anpassung der Statuten bzw. ein Aktionärbindungsvertrag, der folgende Elemente regelt:

- Wer Aktien erwerben darf sowie wann und zwischen wem sie gehandelt werden dürfen
- Wie und wie oft die Aktien bewertet werden
- Wie die Organe der Gesellschaft (Geschäftsleitung, Verwaltungsrat) besetzt werden
- Offenlegung Geschäftsinformationen
- Dividendenpolitik

Zusammenfassung

Eine professionell erstellte Unternehmensbewertung ist bei jeder Veränderung der Besitzesstruktur wichtig, sei es bei Nachfolgeregelungen, dem Verkauf oder der Mitarbeiterbeteiligung. Die Unterstützung eines Bewertungsspezialisten ist dabei vorteilhaft. Dieser Artikel gibt in groben Zügen die Anleitung, wie eine solche Bewertung erstellt wird.

Vermögenswert- und Marktwertmethoden sind für das Bewerten von Architektur- und Ingenieurbüros schlecht geeignet. Bei den Ertragswertmethoden steht meistens zu wenig Datenmaterial für eine DCF-Bewertung zur Verfügung. Die geeigneteste Methode ist somit die Gewinnkapitalisierung.

Immaterielle Aktiven wie ein solides Beziehungsfeld, ein grosses Auftragspotential, Know-how und Erfahrungen der Mitarbeiter und eine gut funktionierende Infrastruktur werden nicht direkt bewertet, sondern indirekt, indem ihr Einfluss auf die Ertragskraft abgeschätzt wird.

Der ausgewiesene Gewinn muss vorerst bereinigt und anschliessend auf seine Nachhaltigkeit überprüft werden. Dies erfolgt, indem man die Unternehmensentwicklung anhand des Auftragsbestandes abschätzt und sie mit der zu erwartenden Marktentwicklung vergleicht.

Der Kapitalisierungssatz kann auf verschiedene Arten berechnet werden, am besten verwendet man eine marktorientierte Betrachtungsweise. Nachdem der objektive Unternehmenswert berechnet worden ist, sollten bei Bedarf Anpassungen für Personenabhängigkeit, erschwerte Verkäuflichkeit und Mehrheit/Minderheit vorgenommen werden. Diese werden oft subjektiv ermittelt und können unter Umständen beträchtlich sein.

Schlussbemerkungen

Es gibt für Unternehmensbewertungen keine feste Regeln oder Normen wie im Ingenieurbau. Wichtig ist aber, dass alle getroffenen Annahmen im Bewertungsbericht beschrieben werden und dass der Aufbau der Bewertung klar nachvollziehbar ist.

Eine Unternehmensbewertung hat als Resultat einen Wert oder eine Wertbandbreite. Ein Wert ist immer ein Produkt der getroffenen Annahmen. Der Preis hingegen ist immer Verhandlungssache der involvierten Parteien und kann sich vom Wert unterscheiden.

Die Modelle, die für Unternehmensbewertungen verwendet werden, sind relativ einfach verglichen mit den Modellen die z.B. für statische Berechnungen angewendet werden.

Die Fähigkeit des Bewerters, anhand von seinen Erfahrungen alle wesentlichen Einflüsse zu erkennen und abzuschätzen, wird somit sehr wichtig. Gesunder Menschenverstand ist - wie so oft im Leben - auch im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen unabdingbar.

Adresse des Verfassers:
Kim Ludvigsen, dipl. Bauing. ETH/SIA, MBA Insead; Mergers & Acquisitions/Corporate Finance, Atag Ernst & Young, Bleicherweg 21, Postfach, 8022 Zürich