

Carl Helbling

Unternehmensbewertung im Wandel

Langfristige Entwicklungen auf dem Gebiete der Unternehmensbewertung

Im Rahmen seiner Abschiedsvorlesung an der Universität Zürich [1] behandelte der Autor auch die Unternehmensbewertung. Zu diesem Thema hatte er 1973 seine Habilitationsschrift veröffentlicht, die inzwischen in 9. Auflage erschienen ist [2]. Das Thema hat in den letzten zwanzig Jahren eine stürmische Entwicklung erlebt und steht heute stark unter dem Einfluss der angelsächsischen Finanzanalyse.

Unternehmenswert =
Barwert der künftigen Netto-
Einnahmen des Investors

Der Unternehmenswert, als *Net Present Value* bezeichnet, entspricht somit dem Barwert der künftigen *Netto-Einnahmen des Investors* (Aktionärs) aus seiner Investition, einschliesslich der Nebenerlöse daraus, wie verkaufte Bezugsrechte, Steuerrückerstattungen usw. [4]. Diese theoretisch richtige Methode ist seit Jahrzehnten bekannt – aber infolge Fehlens genügend gesicherter Zukunftswerte *nicht anwendbar*.

Alle anderen Formeln, Methoden und Verfahren sind *Näherungen an vorstehendes Basismodell* und hängen vom Gütegrad der zur Verfügung stehenden Schätzungswerte ab, die als Parameter eingesetzt werden.

Wichtig sind (und werden bleiben) die Kenntnisse der *bisherigen Entwicklung* des Unternehmens und dessen *Stärken und Schwächen* für die Zukunft, um das *Erfolgs- und Wachstumspotential* abschätzen zu können. Dazu ist das Unternehmen eingehend zu analysieren.

Die Analyse vor der eigentlichen Unternehmensbewertung dient zum *Erkennen möglicher Wertoptimierungen*. So sollten Mehrwerte durch *Umstrukturierungen*, durch eine Verbesserung der *Finanzierung* oder durch getrennte Verwertung des *nichtbetriebsnotwendigen Vermögens* berücksichtigt werden. Die Analyse sollte sowohl vom Käufer wie auch vom Verkäufer je aus seiner Sicht vorgenommen werden. Es gilt somit, *latente Mehrwerte im Unternehmen* durch *Umstrukturierungen* aufzuspüren, wie Aufsplittungen, Teilveräus-

Die Bewertung eines Unternehmens erfolgt für verschiedene Zwecke. Der klassische Fall ist der Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens als Ganzes. Die Finanzanalysten, die sich heute eingehend mit der Unternehmens- und Aktienbewertung befassen, betrachten dieses Problem vornehmlich aus der Sicht des Kapitalmarktes, also der Börse. In diesem Aufsatz soll die Bewertung auch mit Bezug auf nichtkotierte Unternehmen behandelt werden.

lenwerte dank der aussagekräftigeren Businesspläne und des ausgebauten und transparenteren Rechnungswesens stark verbessert.

Die *Basisformel* für die Unternehmensbewertung lautet (und wird immer so lauten) entsprechend der Investitionsrechnung (*siehe nachfolgenden Kästen*):

1. Ausgangslage

Die Bewertung einer Unternehmung stützt sich auf *alle Bereiche* der Betriebswirtschaftslehre, nicht nur auf das *Rechnungs- und Finanzwesen*, wenn auch dieses naturgemäss im Vordergrund steht.

Basis jeder Unternehmensbewertung bleibt die *zukunftsorientierte* Investitionsrechnung. Diese Kenntnis hat sich seit Jahrzehnten nicht verändert [3]. Dagegen hat sich die Qualität der dem Verfahren zugrunde zu legenden Zah-



Carl Helbling, Prof. Dr. oec., dipl. Wirtschaftsprüfer, a.o. Professor an der Universität Zürich, Zürich

serungen, Umfinanzierungen, interne Fusionen, Stilllegungen, bessere Nutzung von Aktiven, Rationalisierungen usw. Den Umstrukturierungskosten ist der Nutzen gegenüberzustellen. Vor allem zu beachten sind die steuerlichen Wirkungen. Das Motto lautet «*Be your own raider*».

Der Gesamtwert entspricht dann dem *Wert des optimierten Betriebes plus dem Liquidationswert des nicht betrieblichen Vermögens* (Total Company Value = Operating Value + Excess Value).

Der *unterste Wert* eines Unternehmens ist der *Liquidationswert* (Break up value, nach Abzug aller Kosten), es sei denn, das Unternehmen könne nicht oder kaum liquidiert werden, so wegen der Konzession (z.B. Bahnbetrieb) oder weil der Mehrheitsaktionär nicht will [5]. Die Kosten für den Sozialplan sind im Liquidationsfalle unter den Run off-Kosten oft die wichtigsten.

lichen Sinne. Dies bedeutet, dass nicht-betriebstätiges Vermögen, unterschiedliche Segmente und völlig unabhängige Sparten als eigene betriebliche Einheiten *separat zu bewerten sind*, auch wenn sie Teil des zu bewertenden Gesamtobjektes sind.

Zu beachten ist der *Unterschied zwischen Wert und Preis*. Der «Wert» ist das Ergebnis einer Schätzung oder Rechnung, die auf betriebswirtschaftlichen Kriterien, dargestellt in der Investitionsrechnung, beruht. Der «Preis» ergibt sich aus Angebot und Nachfrage und kann um plus/minus 30–50 % vom Wert abweichen. Bei Liebhaberobjekten (Villen, Gemälden) kann der Preis, wie Auktionen zeigen, sehr stark vom Schätzungswert abweichen.

Zu unterscheiden ist zwischen dem *Schiedswert* (zu bestimmen durch Experten, neutral, unabhängig, von keiner Partei beeinflusst) und dem *Ent-*

scheidungswert. *Erfahrungszahlen der Vergangenheit* sind sehr wichtig, haben aber nur die Funktion von Hilfswerten. Sie sind vergleichbar mit Ist-Werten der vorhergehenden Periode die bei der Budgeterstellung herangezogen werden. Dies gilt auch für den Kapitalisierungszinssatz. Die Schätzung der Zukunftswerte stösst beim *ökonomischen Prognosehorizont* an seine Grenzen. Bildlich gesprochen: Die Zukunft ist das Kind der Gegenwart und die Enkelin der Vergangenheit, geht aber ihren eigenen Weg.

2. Aktuelle Themen der Unternehmensbewertung

Heute wird die Unternehmensbewertung stark von *Finanzanalysten* und vom *Geschehen an der Börse* beeinflusst.

Es ist nicht überraschend, dass sich in der USA *Beratungsgesellschaften* und *Investmentbanken* vertieft mit der Frage der Firmen- und Aktienbewertung befasst haben. Dabei wurden bestehende Formeln stark bekannt gemacht (so die DCF-Methode) [7] oder eigene Modelle entwickelt (wie EVA) [8]. In Europa wird diese Rolle mehr von Berufsverbänden (z.B. in Deutschland [9]) wahrgenommen.

Ein typischer Fall, der eine Unternehmensbewertung voraussetzt, ist die Festlegung des *Emissionspreises* bei einem IPO [10]. Hier sei an die Einzelfälle in den letzten zwei Jahren am *New Market* erinnert, deren starke Volatilität kein Bewertungsexperte vorausgesehen hatte.

In vielen Fällen war am *New Market* eine betriebswirtschaftlich fundierte Unternehmensbewertung gar nicht möglich. Es war viel stärker eine *Optionsbewertung* (Present Value of Growth Opportunities) als eine Aktienbewertung – oder eine *Optionsbewertung quasi verbunden mit einer Aktie*. Was zählte, war fast ausschliesslich eine *langfristige Zukunftserwartung*, oder, wenn das Ergebnis ungenügend war, die vage *Wachstumserwartung*. Diese waren häufig angestachelt durch über-rissene Prognosen interessierter Kreise

«Was zählt sind die Zukunfts- und Wachstumserwartungen.»

Zu den Grundlagen für eine Unternehmensbewertung gehören:

- Feststellung der *bisherigen betriebswirtschaftlich bereinigten Erfolge der letzten drei Jahre* (nicht einfach der Buch- oder IAS-Gewinne), die zu analysieren sind, z.B. als einmalig oder wiederkehrend, betrieblich oder nichtbetrieblich usw.
- Ermittlung des betriebswirtschaftlichen *Substanzwertes* am Bewertungsstichtag (Net Asset Value).
- Erstellung von *Planrechnungen und Budgets* über die nächsten 5 bis 7 Jahre.
- Schätzung des *Kapitalisierungszinssatzes bzw. Kapitalkostensatzes*, der im Mittel über die nächsten 5 bis 7 Jahre zu erwarten ist (also nicht die vergangenen oder heutigen Kosten). Dazu gibt es verschiedene Verfahren [6].

Bewertungsobjekt ist in der Regel eine *Aktiengesellschaft* (mit den Tochtergesellschaften) – bzw. ein Aktienpaket – und nicht ein *Unternehmen* im betrieb-

scheidungswert (im Auftrag des Käufers bzw. Verkäufers zu ermitteln und individuell dessen Situation berücksichtigend). Der Kauf kommt zustande, wenn der Preis zwischen den Entscheidungswerten (äussersten Wertvorstellungen) des Käufers einerseits und Verkäufers andererseits liegt.

Die zwei wichtigsten Grundsätze für die Unternehmensbewertung sind (und bleiben):

– *Grundsatz der Bewertungseinheit*: Der Gesamtwert eines Unternehmens entspricht nicht der Addition des Wertes von Einzelteilen (Aktiven), sondern ergibt sich im Fall des *Going Concern* als Wert der Einheit (Ertragswert des Ganzen). Dabei sind nichtbetriebliche Teile rechnerisch abzuspalten und separat zu bewerten (zum Liquidationswert).

– *Grundsatz der Zukunftsbezogenheit*: Nur die Zukunft zählt bei der Bewer-

Darstellung 1

Aktuelle Themen der Unternehmensbewertung

- Die Unternehmensbewertung wird heute stark von *Finanzanalysten* und vom *Geschehen* der Börse beeinflusst.
- *Beratungsunternehmen* und *Investmentbanken* haben bestehende Methoden stark bekannt gemacht (McKinsey: DCF-Methode) oder eigene Modelle entwickelt (Bank Stern: EVA), die heute einen hohen Bekanntheitsgrad aufweisen.
- Die Bewertungen am *New Market* zeigen teilweise *starke Übertreibungen*. Es zählt fast ausschliesslich die *Zukunfts- und Wachstumserwartung*. Es ist mehr eine *Options-* als eine *Aktienbewertung*. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sollte am Ende des ökonomischen Horizontes (etwa 4–7 Jahre) stimmen.
- Die *Volatilität* ist heute am Aktienmarkt teilweise ausserordentlich hoch und betriebswirtschaftlich *nicht nachvollziehbar*, sondern *psychologisch* zu erklären.
- Die *Berücksichtigung der Steuern* bei der Unternehmensbewertung bleibt ein aktuelles Thema, so nicht nur der Gewinnsteuern, sondern vor allem der latenten Steuern und der Einkommenssteuern des Erwerbers.
- Ein ständiges Thema ist das Vorgehen zur Bestimmung des *Kapitalisierungszinsfusses bzw. des Kapitalkostensatzes*. Hier ist auch die Finanzplanung und Kapitalstruktur des Käufers wichtig.
- Bei Berücksichtigung des *Leverage-Effektes* führen der *Entity-* und der *Equity-Approach* zum selben Resultat.
- Aktuelle *Einzelthemen* der Unternehmensbewertung beziehen sich auf:
 - Erfassung und Bewertung von *freien Reserven bei Personalvorsorgeeinrichtungen*.
 - Erfassung und Bewertung der *immateriellen Werte*.
 - *Abschreibung des Goodwills* (nach neuesten Vorschlägen der US GAAP soll künftig auf eine Abschreibung verzichtet werden).
 - Bewertung der (positiven oder negativen) *Synergie-Effekte* (Verbundwirkungen).
 - Frage der *Minderheits- und Mehrheitsanteilsbewertung*.

im Sinne von *Hockey-Stick-Entwicklungen*. Die Börsenentwicklung im Verlaufe des Jahres 2000 hat dann eine Ernüchterung gebracht. Letzten Endes muss auch in diesen Fällen die PER (*Price-Earning-Ratio*) stimmen, wenn nicht sofort, so doch noch innerhalb des ökonomischen Horizontes (etwa 4 bis 7 Jahre).

Weiterhin ein aktuelles Thema am Aktienmarkt ist die *hohe Volatilität*, die betriebswirtschaftlich und vom Rechnungswesen her nicht begründet werden kann. Wenn ein Aktienkurs nach einer Gewinnwarnung sinkt, ist dies *betriebswirtschaftlich nachvollziehbar*. Wenn aber ein bekannter Investor Aktien eines Unternehmens kauft oder verkauft, worauf «Trittbrettfahrer» ei-

ne Hausse oder Baisse auslösen, ist dies betriebswirtschaftlich nicht begründbar, sondern *psychologisch* zu erklären.

Ein aktuelles Thema bei jeder Unternehmensbewertung ist das Vorgehen

zur *Bestimmung des Kapitalisierungszinsfusses bzw. des Kapitalkostensatzes*. Die gängigen Modelle gehen oft von einer in der Praxis nicht gegebenen falschen Genauigkeit aus (vgl. z.B. die

Unsicherheiten bei der Bestimmung des Beta) [11]. Hier sind auch die Finanzplanung und die anvisierte Kapitalstruktur des Käufers wichtig.

Beim *Entity Approach* wird von den Gesamtkapitalkosten ausgegangen. Die *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) berechnen sich aus den Fremdkapitalkosten (Cost of Debt after tax) und den Eigenkapitalkosten (Cost of Equity). Häufig interessiert aber mehr, zu welchem Zinssatz ein Käufer den Kaufpreis finanzieren kann.

Unter Berücksichtigung des *Leverage-Effektes* müssen Gesamt- und Eigenkapitalrechnungen, also der *Entity-* bzw. *Equity-Approach* zum selben Resultat führen. Dort wo die Finanzierung in Zukunft weitgehend unverändert bleibt (z.B. börsenkotierte Gesellschaften), ist der Equity-Approach einfacher, bei zu erwartenden Finanzierungsänderungen (z.B. KMU, Immobilien) dagegen der Entity-Approach.

Zu den aktuellen Themen gehören heute auch viele *Einzelfragen*: In der Schweiz wird schon seit Jahren bei jeder Unternehmensbewertung geprüft, ob *freie Reserven bei Personalvorsorgeeinrichtungen* (Pensionskassenüberschüsse bzw. Fehlbeträge) bestehen und ob und wie diese sich auf die Bewertung auswirken [12].

Ein weiteres Thema bei der Unternehmensbewertung ist die *Erfassung und Bewertung der immateriellen Werte*. Dazu gehört auch die Frage der Behandlung des *Human Kapitals*.

Zurzeit erleben wir bei den US GAAP wieder einmal eine *Änderung im Goodwill-Accounting*, das wichtige Auswir-

«Die Analyse dient zur Erkennung von Wertoptimierungen.»

kungen auf den Gewinnausweis haben wird. So soll künftig von einer Abschreibungspflicht auf dem Goodwill überhaupt abgesehen werden (bisherige Abschreibungsdauer max. 40 Jah-

re), sofern die Werthaltigkeit weiterhin gegeben ist. Dies dürfte zu einem erheblichen Ansteigen der Gewinnausweise führen [13]. Der Unternehmenswert sollte jedoch durch solche Änderungen in den Accounting-Grundsätzen nicht betroffen werden.

Ein Thema ist sodann die Bewertung der (positiven oder negativen) *Synergie-Effekte (Verbundwirkungen)* aus der alten bzw. neuen Konzernzugehörigkeit sowie die Frage, ob jene dem Käufer oder Verkäufer zuzurechnen sind. Eine Frage ist auch, wie geplante aber noch nicht verwirklichte Projekte zu bewerten sind.

Auch die Frage der Minderheits- bzw. Mehrheitsanteilsbewertung ist immer wieder aktuell. Es ist dies das Problem des *Minderheitsabzuges* bzw. des *Paketzuschlages* [14].

3. Erkennbare Trends in der Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung wird ein *Thema sowohl des Rechnungswesens als auch der Finanzwirtschaft* bleiben. Das Rechnungswesen liefert die Grundlagen und Parameter, einschliesslich Planrechnungen. Die Finanzwirtschaft nimmt Stellung zum Unternehmenswert aus Sicht des Finanzanalysten und der Börse.

Die *DCF-Methode* [15] im Sinne des *diskontierten freien Cash-Flows* wird die *führende Methode* bleiben. Zum selben Resultat führt auch eine modifizierte *Ertragswertmethode*, wie sie in

Darstellung 2

Erkennbare Trends bei der Unternehmensbewertung

- Die Unternehmensbewertung wird ein *Thema sowohl des Rechnungswesens als auch der Finanzwirtschaft* bleiben.
- Die *Discounted Cash-Flow (DCF)-Methode* wird auch künftig führend sein. Langfristig muss die *Price-Earning-Ratio (PER)* stimmen. *Andere Verfahren* werden sich nur schwer durchsetzen können. Praktikermethoden sind besser als ihr Ruf und werden immer ihren Platz haben (wie bei der Liegenschaftsbewertung).
- Die Bedeutung der *Due Diligence*, der Review aller relevanten Dokumente, Verträge, Daten usw. wird noch steigen. Zu unterscheiden sind *Financial, Legal, Fiscal, Economic, Management und Environment Due Diligence*.
- Basis für die wichtigsten Eckdaten bleiben die *Business-Pläne*, die aber noch verstärkt zu hinterfragen sind.
- Die Tendenz, Unternehmen für die Bewertung in *Geschäftsbereiche* zu zerlegen, um diese Units dann *einzel*n zu analysieren und zu bewerten, wird steigen.
- Die *Steuerwirkungen* auf den Unternehmenswert werden künftig eher noch grösser sein. Die Frage der Behandlung der persönlichen Einkommenssteuer ist in Deutschland mit der Steuergesetzänderung wieder aufgerollt.
- Der *neue Standard des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer zur Unternehmensbewertung (IDW S1)* wird in der Inlandpraxis von Deutschland und bei deutschen *Gerichten* eine Rolle spielen, nicht aber im Ausland.
- Unternehmensbewertungen, die sich später als *unzutreffend* erweisen, scheitern in der Regel an *falschen Parametern*, nicht an der Unterschiedlichkeit der *Methode*.
- Das *Wichtigste und Schwierigste* bei der Unternehmensbewertung bleibt die *Prognose der künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung*.
- Um zu besseren Unternehmensbewertungen zu gelangen, muss versucht werden, das *Grundlagenmaterial* zu verbessern.

Andere Modelle werden entstehen, hochgejubelt und alsdann wieder in Vergessenheit geraten. Beispiele aus den Anfängen des New Market sind bekannt. Daher soll hier auch *nicht auf weitere Verfahren* (wie EVA, Multiples,

Die Bedeutung der *Due Diligence*, der sachgemässen Review aller relevanten Dokumente, Verträge, Daten usw. wird noch steigen. Zu unterscheiden sind die *Financial, Legal, Fiscal, Economic, Management und Environmental Due Diligence*. Namentlich werden die *Business-Pläne* stärker hinterfragt werden.

«Ein Kohlenhändler benützt
keine Apothekerwaage!»

Deutschland verbreitet ist [16]. Die *Price-Earning-Ratio (PER, Kurs-Gewinn-Verhältnis KGV)* wird wieder aufgewertet werden. Letztlich (früher oder später) muss für einen Investor die Performance seines Investments stimmen.

Comparables usw.) eingegangen werden [17]. Praktikermethoden sind besser als ihr Ruf und werden immer ihren Platz haben (wie bei der Liegenschaftsbewertung); sie entsprechen in übersichtlichen Verhältnissen, so z.B. bei KMU, oft gutem Augenmass.

Die Tendenz wird sein, bei grösseren Gesellschaften den *Geschäftsbereich gedanklich in Einheiten (Units)* zu zerlegen und diese einzeln zu bewerten. Einheiten mit *Verlusten* sind dann zum Liquidationswert einzustellen (oder zum Wert nach der Restrukturierung abzüglich Restrukturierungskosten). Die heute übliche Einrechnung von Sparten mit Verlusten und Gewinnen in den Durchschnittserfolg kann in hohem Masse zu falschen Resultaten führen.

Ein wichtiges Thema werden auch die *Steuerwirkungen* bleiben. Diese beeinflussen eine Unternehmensbewertung erheblich. Es stellt sich hier die Frage nach der Behandlung erstens der *Ge-*

fall standhält. In Deutschland gibt es immer wieder Entscheide, die sich in der Regel an den Standard des Berufsstandes (IDW S1 von 2000, bisher HFA 2/1983) halten und diesen bestätigen.

falschen Parametern, also z.B. den Umsatzprognosen, Marktbeurteilungen, Kostenentwicklungen und ausserordentlichen Aufwendungen und Erträgen, denen der Business-Plan zugrunde lag. Es war nicht die Methode (DCF, EVA, Praktikerverfahren usw.), welche die grossen Abweichungen brachte.

«Die Due Diligence kann Financial, Legal, Fiscal, Economic, Management oder Environment bezogen sein.»

winnsteuern der Unternehmen, einzeln oder pauschaliert für den ganzen Konzern, zweitens der *latenten Steuern* und drittens der *Einkommenssteuern der Anteilseigner*. Nach deutscher Praxis sollen neu auch die Einkommenssteuern der Aktionäre (pauschaliert) bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden, was theoretisch richtig ist. Dann müssten aber auch, damit Investitionsentscheide vergleichbar sind, alle Alternativenanlagen (in festverzinsliche Wertschriften, Renditeliegenschaften usw.) gleich behandelt werden, was bisher in der Praxis nicht der Fall war. Ein Trend ist hier nur schwer zu erkennen.

In Deutschland ist kürzlich die vielbeachtete Veröffentlichung des *Instituts der Wirtschaftsprüfer* zur Unternehmensbewertung neu erschienen [18]. Die Bedeutung dieses Standards (IDW S1) ist für die Praxis der Wirtschaftsprüfer in Deutschland gross, darüber hinaus, so bei den Finanzanalysten, die mehr global denken, eher gering.

Ein interessantes Thema wären *Gerichtsentscheide zur Unternehmensbewertung*. Denn letztlich ist eine solche nur gut, wenn sie auch in einem Streit-

In der Schweiz bestehen nur vereinzelte Entscheide.

Das Wichtigste und Schwierigste bei der Unternehmensbewertung bleibt die *Prognose der künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung*. Gefahren für eine Fehleinschätzung sind beispielsweise:

- Zu starke Dominanz der Extrapolation (für absolute Zahlen und für den Trend).
- Unvorhergesehenes, das nicht fassbar ist, die Entwicklung aber wesentlich beeinflusst.
- Schwierig erkennbarer Produktzyklus.
- Unterschätzung der Restrukturierungskosten.
- Nicht erkannte Synergiegewinne und -verluste.
- Falscher Optimismus.
- Missverständnisse bei der Frage der Berücksichtigung der Geldentwertung.
- Grosse Volatilität bei den Wechselkursen.

Fast alle Unternehmensbewertungen, die sich zum Nachhinein als unzutreffend erwiesen haben, scheiterten an den

Es muss versucht werden, das *Grundlagenmaterial*, also die Schätzungen von Aufwendungen und Erträgen sowie des eingesetzten Kapitals, treffsicherer aufarbeiten zu können. Hinderlich dazu ist natürlich die in den letzten Jahren allgemein *stark gestiegene Volatilität*.

Die *einzelnen Schritte* bei der Unternehmensbewertung sollten immer sein und in dieser Reihenfolge:

1. Analyse des Bewertungsobjektes als Ganzes.
2. Analyse der Bilanz und Erfolgsrechnung.
3. Analyse der externen Entwicklungen und der internen Möglichkeiten.
4. Ermittlung der für den Unternehmenswert relevanten Faktoren.
5. Anwendung einer Formel.
6. Due Diligence.

4. Schlussbemerkungen

Wenn Unternehmensbewertungen ungenügend sind und an den tatsächlichen Gegebenheiten vorbeigehen, ist es nicht wegen der «Mechanik» der Methode (WACC, Beta, DCF, EVA usw.), sondern wegen dem *Nichterkennen der grossen Entwicklungslinien* und der im Unternehmen steckenden *Möglichkeiten* (positiv) und *Risiken* (negativ). Mehrwerte durch Umstrukturierungen bleiben allzuoft unerkannt. An-

derseits werden oft auch – nachträglich auf der Hand liegende – Gefahren nicht erkannt, beispielsweise solche bedingt durch die Branche, Produkte, Führungsstruktur, Lage des Unternehmens, Finanzierung usw.

Entscheidend für den Unternehmenswert ist die *Höhe des angenommenen zukünftigen Wachstums des Unternehmens*. Da der Wert dem Barwert der künftigen Gewinne entspricht (als ewige Rente), hat die Schätzung der künftigen Entwicklung einen sehr starken *Einfluss* auf die Höhe des Unternehmenswertes. Gewinnwachstum zählt über alles.

Die Unterschiede bei der Bewertung der Aktien einer *börsenkotierten Gesellschaft* durch einen Finanzanalysten und der Bewertung eines *nichtkotierten Unternehmens* als Ganzes für einen Kauf sind erheblich. Im ersten Fall ist das Unternehmen zu bewerten, wie es steht und liegt, auch mit der derzeitigen Finanzierung. Im zweiten Fall besteht in der Regel eine grosse Gestaltungs- und Optimierungsfreiheit, die es in der Bewertung zu berücksichtigen gilt. Die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung sollten *eingehenden Plausibilitätstests* unterworfen werden. Manche Unstimmigkeit liesse sich dadurch vermeiden.

Die Verfahren der Unternehmensbewertung sollten sich in Anbetracht der vielen *Unsicherheiten in der Zukunfts-*

schätzung mehr an die in den Naturwissenschaften geltende Regel halten, *die Rechenmethode der möglichen Messgenauigkeit anzupassen*. Es ist sinnlos, wenn ein Kohlenhändler eine Apothekerwaage benützt!

Anmerkungen

- 1 Carl Helbling, *Langfristige Entwicklungen auf meinen Lehrgebieten: Wirtschaftsprüfung, Rechnungslegung, Unternehmensbewertung, Berufliche Vorsorge, Abschiedsvorlesung* an der Universität Zürich vom 8. Februar 2001. – Der Schweizer Treuhänder veröffentlicht die Ausführungen des Referenten in Einzelbeiträgen und in erweiterter Fassung. (vgl. 1. Teil «Wirtschaftsprüfung im Wandel» in ST 3/01, S. 161) und 2. Teil «Rechnungslegung im Wandel» in ST 4/01, S. 295).
- 2 Carl Helbling, *Unternehmensbewertung und Steuern* (1973), 9. Auflage Düsseldorf 1998, 842 Seiten. Der Autor publizierte zu diesem Thema auch zahlreiche Aufsätze vor allem im Schweizer Treuhänder.
- 3 Siehe Karl Käfer, *Zur Bewertung der Unternehmung*, Reprint von Aufsätzen aus den Jahren 1946 bis 1973, Zürich 1996; insbesondere S. 13–42 mit dem Beitrag aus der Festschrift Juzi von 1946, wo die Unternehmensbewertung bereits treffend definiert wurde.
- 4 Siehe Helbling, a.a.O., S. 155 ff.
- 5 Siehe Entscheid des Bundesgerichts (Urteil 4C, 443/1993 vom 26.7.1994), besprochen in NZZ vom 11.11.1994 (Vom «wirklichen» Wert einer Aktie).
- 6 Siehe Rudolf Volkart, *Shareholder value & Corporate valuation, finanzielle Wertorientierung im Wandel*, Zürich 1998, S. 165–206. Ders. *Unternehmensbewertung und Akquisitionen*, Zürich 1998.
- 7 Siehe Tom Copeland/Tim Koller/Jack Murrin, *Valuation Measuring and Managing the*

Value of Companies, (McKinsey & Comp. Inc.), New York 1990 (deutsch: 2. Aufl. Frankfurt/M. 1998).

- 8 Siehe Hostettler Stephan, *Economic Value Added (EVA)*, Bern 1997 (Diss. St. Gallen). EVA ist ein Warenzeichen der Bank Stern Stewart & Co. New York.
- 9 *Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1)*, Stand 28.6.2000 (dieser Standard ersetzt die Stellungnahmen HFA 2/1983 und 6/1997), in: *Die Wirtschaftsprüfung 17/2000*, S. 825–842. – Siehe auch Fachmitteilung der *Treuhand-Kammer* «Unternehmensbewertung – Richtlinien und Grundsätze für den Bewerter», Zürich 1994.
- 10 IPO heisst Initial Public Offering (oder Going Public).
- 11 Siehe Helbling, a.a.O., S. 435 ff.
- 12 Siehe Helbling, a.a.O., S. 256 ff.
- 13 Das FASB (Financial Accounting Standard Board in den USA) erarbeitet neue Richtlinien für die Verbuchung von Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisition). Anstelle des Pooling of Interest soll die Purchasing-Methode eingeführt werden. Danach soll der Goodwill in der Bilanz stehen bleiben und, solange werthaltig, nicht mehr wie bisher abzuschreiben sein. Nach der Finanzpresse wird dies zu sehr viel höheren Gewinnaussweisen führen (10–20%). Aus *Finanz und Wirtschaft*, 24.1.01.
- 14 Siehe Helbling, a.a.O., S. 530 ff.
- 15 DCF = Discounted Cash Flow – oder präziser Discounted Free Cash Flow, wobei die ersten Jahre (bis ca. 5–7) einzeln geschätzt und anschliessend mit einer ewigen Rente gerechnet wird. Siehe z.B. als neuestes Werk: *Peemöller* (Hrsg.), *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, Herne/Berlin 2001 (mit vier Beiträgen von Carl Helbling).
- 16 Siehe IDW S1 (erw. in Fussnote 9).
- 17 Siehe Helbling, a.a.O., S. 72 ff.
- 18 Siehe IDW S1 (erw. in Fussnote 9).

RESUME

Evolution dans le domaine de l'évaluation d'entreprises

Dans le cadre de sa conférence d'adieu à l'Université de Zurich, l'auteur a également traité de l'évaluation d'entreprises. C'est sur ce thème qu'il avait publié en 1973 son mémoire de qualification pour l'enseignement supérieur dont la 9^{ème} édition en allemand et la 3^{ème} en français (L'évaluation d'entreprises, Publications de la Chambre fiduciaire) ont paru dans l'intervalle. Ce thème a connu un développement tumultueux au cours des vingt dernières années et est aujourd'hui fortement influencé par l'analyse financière anglo-saxonne.

On peut dire en résumé ce qui suit:

Thèmes d'actualité

L'évaluation d'entreprises est aujourd'hui très fortement influencée par les analystes financiers et par l'évolution de la bourse. Les entreprises de conseil et les banques d'investissement ont largement fait connaître les méthodes existantes (McKinsey: méthode DCF) ou développé des modèles propres (Banque Stern: EVA) qui jouissent aujourd'hui d'un haut degré de notoriété.

Les évaluations sur le New Market font apparaître parfois des exagérations massives. Les perspectives d'avenir et de croissance sont celles qui comptent presque exclusivement. Il s'agit davantage d'une évaluation d'options que d'une évaluation d'actions. Le rapport bénéfice/cours devrait concorder à la fin de l'horizon économique (4 à 7 ans environ). La volatilité est parfois extraordinairement élevée sur le marché des actions et difficile à justifier sur le plan de l'économie d'entreprise mais on peut l'expliquer sur le plan psychologique.

La prise en considération des impôts dans l'évaluation d'entreprises reste un thème d'actualité; cela ne touche pas seulement les impôts sur le bénéfice mais surtout les impôts latents et les impôts sur le revenu de l'acquéreur. La procédure de détermination du taux de capitalisation et du taux de coût du capital est un thème récurrent. Dans ce cas aussi, la planification financière et la structure des capitaux de l'acheteur sont importantes. Si l'on tient compte de l'effet de levier, l'approche Entity et l'approche Equity conduisent au même résultat.

Certains thèmes d'actualité de l'évaluation d'entreprises se rapportent à ce qui suit:

- Saisie et évaluation des réserves libres dans les institutions de prévoyance professionnelle;
- saisie et évaluation des valeurs incorporelles;
- amortissement du goodwill (selon les toute récentes propositions des US GAAP, on devrait renoncer à l'avenir à procéder à un amortissement);
- évaluation des effets de synergie (positifs ou négatifs) (effets liés);
- question de l'évaluation des parts minoritaires et majoritaires.

Tendances décelables

L'évaluation d'entreprises restera un thème relevant à la fois de la comptabilité et de l'économie financière. La méthode du Discounted Cash Flow (DCF) continuera de prédominer à l'avenir aussi. A long terme, le Price-Earning-Ratio (PER) doit se justifier. D'autres méthodes auront du mal à s'imposer. Celles des praticiens sont meilleures que leur réputation et trou-

veront toujours leur place (comme pour l'évaluation d'immeubles).

L'importance de la Due Diligence, la Review de tous les documents, contrats, données significatifs, etc. s'accroîtra encore. Il convient de faire une distinction entre Due Diligence, financière, légale, fiscale, économique, environnementale et celle du management. La base pour les principales données clés reste les Business plans dont l'arrière-plan devra encore davantage être analysé. La tendance à scinder les entreprises pour l'évaluation en secteurs d'activité afin d'analyser et d'évaluer individuellement ces unités ira en s'accroissant.

Les répercussions fiscales sur l'évaluation d'entreprises ne cesseront d'augmenter. La question du traitement de l'impôt personnel sur le revenu est de nouveau d'actualité en Allemagne par la modification des lois fiscales.

La nouvelle norme de l'Institut allemand des experts-comptables concernant l'évaluation d'entreprises (IDW S 1) joue un rôle important dans la pratique en Allemagne et auprès des tribunaux allemands mais pas à l'étranger.

Les évaluations d'entreprises qui apparaissent ultérieurement comme incorrectes échouent en règle générale à cause de paramètres erronés mais pas de méthodes différentes. Ce qu'il y a de plus important et de plus difficile dans l'évaluation d'entreprises, ce sont les prévisions de l'évolution financière et économique future. Afin d'améliorer les évaluations d'entreprises, on devra s'efforcer d'améliorer aussi le matériel de base. Cela n'a aucun sens pour un marchand de charbon d'utiliser une balance de pharmacien!

CH/FM