

Die Schweizer Praxis der Unternehmensbewertung

Nach welchen Verfahren Unternehmen oder einzelne Investitionsvorhaben bewertet werden sollten, dazu gibt es in der Lehre klare Präferenzen. Die FHS St. Gallen hat nun erstmals umfassend untersucht, ob die Praxisanwender in der Schweiz diesen Empfehlungen folgen – und kommt zu teilweise erstaunlichen Ergebnissen.

Valentin Hörler, Marcus A. Hauser, Marco Gehrig

Mergers & Acquisitions (M&A), Börsengänge und Nachfolgeregelungen, das sind nur wenige von zahlreichen Anwendungsfeldern, bei denen die Unternehmensbewertungen wertvolle Dienste leisten. Übergeordnetes Ziel dabei ist, eine methodisch anerkannte und nachvollziehbare Transaktions-

preisgrundlage herzuleiten, die den eigenen Annahmen adäquat Rechnung trägt und auch Dritten plausibel erscheint. Der eigentlichen Unternehmensbewertung – also der Anwendung eines mathematischen Berechnungsmodells – geht eine intensive Unternehmensanalyse (Due Diligence) voraus. Die Due Diligence bezweckt unter anderem, Erfolgspotenziale zu identifizieren, die zum Zweck der Unternehmensbewertung in messbare Größen wie Gewinne oder Cashflows transformiert werden.

Über die Zeit entwickelten sich in den Finanzwissenschaften verschiedene Methoden zur Durchführung der eigentlichen Unternehmensbewertung, wobei sich diese meist an den Werttheorien des jeweiligen Jahrzehnts orientieren. Heute gelten die funktionalen Ansätze (circa ab dem Jahr 1970) und die marktorientierten Ansätze (circa ab dem Jahr 1985) als State of the Art (vergleiche Schmitz 2010, S. 39 ff.).

Ob die Schweizer Bewertungspraxis diesen Lehrmeinungen gerecht wird, war bislang nur in Grundzügen bekannt. Eine empirische Untersuchung der FHS St. Gallen im Frühling 2018 zeigt nun aktuell, welche Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden in welcher Art und Weise in der Praxis angewendet werden und welche Unterschiede bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen

Zusammenfassung

- Nach den Ergebnissen der Studie der FHS St. Gallen haben sich die marktorientierten Unternehmensbewertungsmethoden wie die Discounted-Cashflow-Methode oder die Multiplikatormethode in der Schweizer Praxis etabliert.
- Die Unternehmensgröße und der Umstand, ob ein Unternehmen börsennotiert ist oder nicht, sind oft mit ausschlaggebend für die Auswahl und die Art und Weise der Anwendung eines Bewertungsverfahrens oder einer Methode zur Ermittlung der Kapitalkosten.
- Trotz Kritik der Lehre an den statischen Investitionsrechnungsverfahren, wie der einfachen Payback-Dauer, erzielen diese in der Schweizer Bewertungspraxis nach wie vor beachtlich hohe Anwendungsgrade.

(KMU), nicht gelisteten Großunternehmen sowie börsennotierten Gesellschaften bestehen (für mehr Details siehe Kasten **Methodik der Studie** auf S. 40; vergleiche Hörler 2018 zu den Ergebnissen der ganzen Studie).

Auf welche Verfahren setzt die Praxis?

Die in der Praxis meistverwendete Methode ist die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) und das unabhängig von der Größe des zu bewertenden Unternehmens. Diese Methode prognostiziert für eine Detailplanungsperiode künftige Free Cashflows, die mithilfe der Kapitalkosten (WACC) abgezinst und mit einem diskontierten Residualwert zum Unternehmenswert aufsummiert werden. Wie aus **Abbildung 1** hervorgeht, kommt sie bei rund neun von zehn Befragten zum Einsatz und zudem signifikant häufiger als sämtliche übrigen untersuchten Bewertungsverfahren. Gemessen am Anwendungsgrad wird sie in der modernen Bewertungstheorie zu Recht als weltweiter Best-Practice-Ansatz bezeichnet. Der in der FHS-Studie erhobene Anwendungsgrad deckt sich annähernd mit jenen aus früheren Studien aus Deutschland und der Schweiz (vergleiche Hörler 2018, S. 61 ff.).

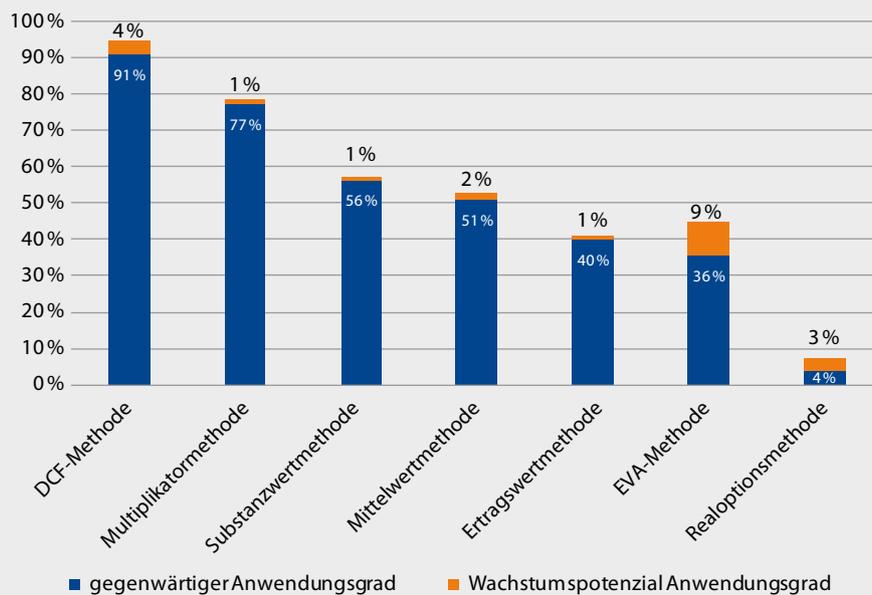
Auf dem zweiten Platz folgt die Multiplikatormethode mit einem Anwendungsgrad von 77 Prozent. Sie wird signifikant

häufiger eingesetzt als alle folgenden Bewertungsmethoden. Bei der Multiplikatormethode ergibt sich der Unternehmenswert aus der Multiplikation unternehmensspezifischer, absoluter Kennzahlen mit Markt-Multiples, die sich aus der Unternehmenswert-Kennzahl-Relation einer Gruppe vergleichbarer

„Die Discounted-Cashflow-Methode ist die in der Praxis meistverwendete Methode.“

Unternehmen (Peergroup) errechnen (vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 171 f.). Die Lehre empfiehlt die Anwendung dieser Methode insbesondere zu Vergleichs- beziehungsweise Plausibilisierungszwecken in Ergänzung zu anderen Methoden wie beispielsweise der DCF-Methode (Volkart/Wagner 2014, S. 323). Die vorliegende Studie zeigt deutlich, dass die Multiplikatormethode in der Praxis bedeutender ist, als ihr Ruf in der Lehre erahnen lässt. Mutmaßliche Gründe dafür sind die einfache Verständlichkeit, die Möglichkeit einer Bewertung ohne allzu detaillierte Planrechnungen sowie ein gewisses Maß an Objektivität, da das Ergebnis immer in Abhängigkeit der Peergroup zustande kommt.

Abb. 1 Anwendungsgrad von Unternehmensbewertungsmethoden



n = 245 (Mehrfachauswahl möglich)

Quelle: eigene Darstellung

Die Substanzwertmethode wird von etwas mehr als der Hälfte aller Befragten angewendet. Der Substanzwert ergibt sich aus der effektiven Bewertung aller Bilanzpositionen, also der um die stillen Reserven bereinigten externen Bilanzwerte, und somit aus der Aufsummierung sämtlicher bilanzierter Vermögenswerte eines Unternehmens (vergleiche Volkart/Wagner 2014, S. 313). Der mit dieser Methode erreichte dritte Platz überrascht, da dieses Bewertungsverfahren mit seiner Vergangenheits- beziehungsweise Gegenwartsorientierung in Widerspruch zum heute theoretisch

„Die Multiplikatormethode ist in der Praxis bedeutender, als ihr Ruf in der Lehre erahnen lässt.“

anerkannten Bewertungsstandard der Zukunftsorientierung steht. Die trotzdem große Verbreitung über alle Unternehmensgrößen hinweg lässt sich vermutlich damit erklären, dass der Substanzwert häufig ergänzend als Bewertungs- und Vergleichsbasis und oftmals als Preisuntergrenze einer Transaktion herangezogen wird. Zudem ist die Ermittlung des Substanzwerts unumgänglich, will man den

enthaltenen Goodwill eines Transaktionspreises oder Unternehmenswerts ableiten.

Die auf weiteren Rängen folgende Mittelwertmethode (51 Prozent), die den Substanz- und Ertragswert zu einem gewichteten Mittelwert aggregiert, und Ertragswertmethode (40 Prozent), welche die ewige Rente von künftigen, konstanten Jahresgewinnen ermittelt, werden am häufigsten bei Bewertungen von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) angewendet, obwohl sie erstaunlicherweise nicht selten auch bei der Bewertung von Großunternehmen eingesetzt werden. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass diese Methoden relativ einfach in der Anwendung sind und lange die Bewertungspraxis in der Schweiz dominiert haben.

Das als Steuerungsinstrument zur wertorientierten Unternehmensführung bekannte Konzept des Economic Value Added (EVA; vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 115 ff.) hat sich bislang nicht als verbreiteter Ansatz zur Bewertung von Unternehmen durchgesetzt. Bei diesem Verfahren werden die prognostizierten jährlichen Übergewinne, die sich aus der Differenz der Betriebsgewinne (NOPAT) und der risikoabhängigen Kapitalkosten (WACC multipliziert mit dem Betriebskapital IC) ergeben, auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert und zum Betriebskapital addiert. Die EVA-

Methodik der Studie

Im Rahmen einer Studie an der FHS St. Gallen, Hochschule für Angewandte Wissenschaften, wurden Schweizer Anwenderinnen und Anwender zum praktischen Einsatz von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden befragt. Der standardisierte Fragebogen beinhaltete die Erhebung der Anwendungsgrade verschiedener Bewertungsmethoden sowie Fragen zur Art und Weise der Verwendung. Die Datenerhebung mittels quantitativer Online-Befragung erfolgte in den Monaten April und Mai 2018, wobei die erzielte Nettostichprobe 248 Personen umfasst.

Ein Hauptziel der Studie besteht unter anderem darin aufzuzeigen, ob in der Schweizer Praxis der Bewertung von KMU, nicht-gelisteten Großunternehmen und börsennotierten Unternehmen Unterschiede bestehen und inwiefern die Praxis von gängigen Lehrmeinungen abweicht. Die Nettostichprobe der Bewertungsexperten teilt sich diesbezüglich so auf, dass 53 Prozent vorwiegend

KMU bewerten, während 24 Prozent den Fokus bei Bewertungen auf nicht-öffentlich gehandelte Großunternehmen und 23 Prozent auf börsennotierte Unternehmen legen. Der Umfang dieser Teilstichproben ermöglichte die angestrebten Gruppenvergleiche.

Die beruflichen Funktionen der Bewertungspraktiker sind unterschiedlich: Die Nettostichprobe besteht zu 46 Prozent aus Chief Financial Officers, während externe Berater (Unternehmensberater und Treuhänder) einen Anteil von 21 Prozent auf sich vereinen. Einen weiteren nennenswerten Anteil an der Stichprobe haben Controller (13 Prozent). Die restlichen 20 Prozent entfallen auf andere Funktionen, zum Beispiel Investitionsverantwortliche.

Im Rahmen der Datenanalyse kamen zur Untersuchung signifikanter Unterschiede und Abhängigkeiten statistische Verfahren, wie beispielsweise das Jeffreys-Konfidenzintervall (Signifikanzniveau: 95 Prozent) oder Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests, zum Einsatz.

Methode erreicht lediglich einen Anwendungsgrad von 36 Prozent, wobei sie bei der Bewertung von börsennotierten Unternehmen (53 Prozent) signifikant häufiger eingesetzt wird als bei KMU (25 Prozent). Vielversprechender sind die Ergebnisse bezüglich künftiger Nutzung, denn mit einem Wachstumspotenzial von beinahe zehn Prozentpunkten weist die EVA-Methode den höchsten Wert auf. Für die zukünftige Nutzung der anderen Unternehmensbewertungsmethoden sind keine markanten Veränderungen zu erwarten.

„Entity-Multiples werden im Rahmen der Multiplikatormethode am häufigsten angewendet – allen voran EV/EBITDA.“

Die in den späten 1990er Jahren bekannt gewordene Realloptionsmethode, bei der strategische Handlungsalternativen eines Unternehmens mittels komplexer – für Finanzoptionen entwickelter – Berechnungsmodelle bewertet werden, erreicht mit gerade einmal vier Prozent den niedrigsten Anwendungsgrad. Dieses Resultat bestätigt frühere Studienergebnisse, wonach diese Methode aufgrund der anspruchsvollen mathematischen Berechnungen für KMU gar nicht und für Großunternehmen nur in Einzelfällen, zum Beispiel in der Rohstoff- oder Pharmabranche, eingesetzt wird (vergleiche Gantenbein/Gehrig 2007, S. 610).

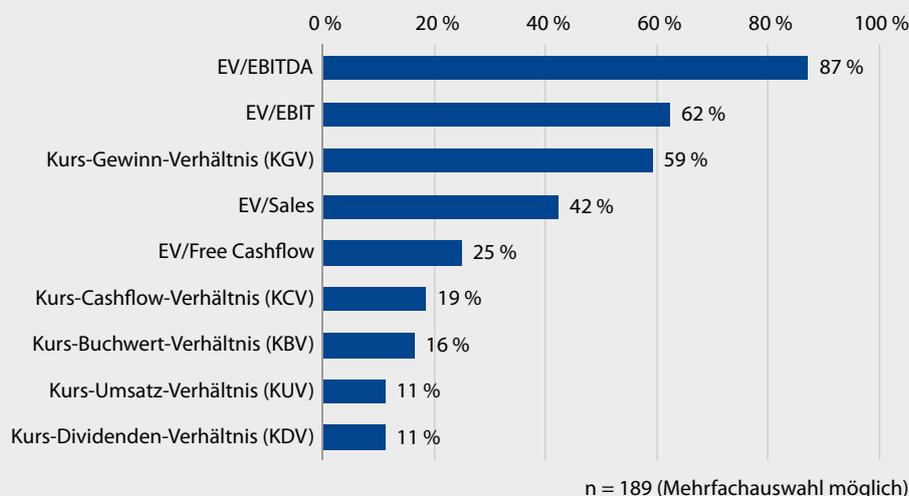
Wie werden die Verfahren angewendet?

Die Studie gibt auch Aufschluss über die Art und Weise der Anwendung der verschiedenen Berechnungsmethoden, denn das Treffen von Annahmen und die Auswahl von Berechnungsalternativen sind bei sämtlichen Methoden unumgänglich.

Bei der meistverwendeten DCF-Methode wählen die Anwender in 75 Prozent aller Fälle einen Detailplanungszeitraum, für den einzelne Free Cashflows prognostiziert werden, von drei bis fünf Jahren. Sie folgen damit der gängigen Lehrmeinung. Spannend ist die Erkenntnis, dass rund 13 Prozent der Praxisanwender mit zehn oder mehr Jahren bis weit in die unsichere Zukunft prognostizieren, bevor für die Folgejahre ein Residualwert kalkuliert wird. Die Berechnung des Residualwerts erfolgt dabei meist mittels ewiger Rente mit konstantem Wachstum (70 Prozent) oder Nullwachstum (69 Prozent). Die Ermittlung des Residualwerts anhand von Multiples kommt mit 49 Prozent signifikant seltener vor.

Auch die in der Praxis zweitbeliebteste Unternehmensbewertungsmethode, die Multiplikatormethode, beinhaltet eine Fülle an Annahmen beziehungsweise Auswahloptionen, die es im Rahmen einer Bewertung zu treffen gilt, wobei allen voran das zu verwendende Multiple zu bestimmen ist. Wie **Abbildung 2** zeigt, werden Entity-Multiples wie EV/EBITDA (87 Prozent) oder EV/EBIT (62 Prozent) am meisten angewendet, das EBITDA-Multiple signifikant am häufigsten. Bei den Equity-Multiples setzen die Anwender mit deutlicher

Abb. 2 Anwendungsgrad Multiples



Quelle: eigene Darstellung

Präferenz auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV; 59 Prozent), wobei alle anderen Kurs-Multiples am Ende der Rangreihe folgen (19 bis elf Prozent). Diese Ergebnisse decken sich weitgehend mit früheren Studien (vergleiche Turnes/Hauser/Manuel 2011, S. 37 f).

„Die Mehrheit folgt der Empfehlung aus der Lehre, den sogenannten Tax-Shield-Effekt bei der Kalkulation von Kapitalkosten zu berücksichtigen.“

Weiter müssen die Anwender der Multiplikatormethode die Peergroup bestimmen. Die Untersuchung zeigt, dass in erster Linie qualitative Auswahlkriterien wie beispielsweise Branchenzugehörigkeit (99 Prozent), Produkte, Kunden und Märkte (54 Prozent) oder strategischer und geografischer Fit (52 Prozent) zum Einsatz kommen. Deutlich seltener benutzen die Befragten überraschenderweise quantitative Kriterien wie Kostenstruktur und Margen (21 Prozent), Wachstumsraten (18 Prozent) oder Finanzierungsstruktur und Risiko (15 Prozent), die von der Lehre ebenfalls als Auswahlkriterien empfohlen werden. Bei der Anzahl der Vergleichsunternehmen beschränken sich 61 Prozent erstaunlicherweise auf nur ein bis drei Vergleichsunternehmen, was eindeutig nicht der Lehrmeinung entspricht, die mindestens fünf Peers fordert (vergleiche Hauser/Turnes 2018, S. 176). Es scheint in der Praxis demzu-

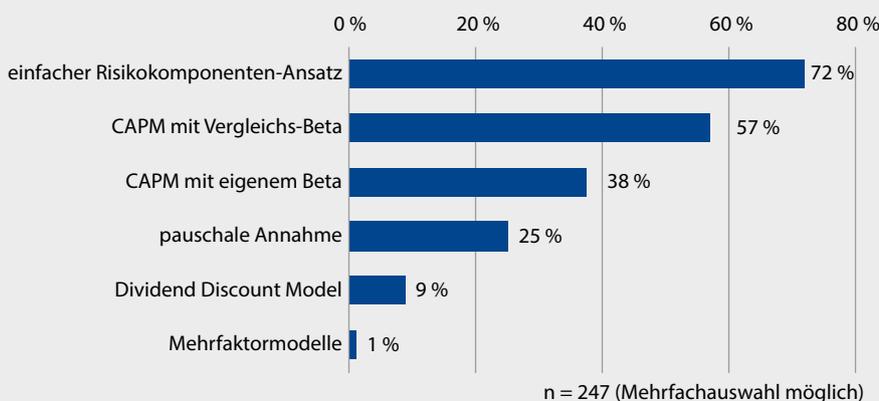
folge nicht immer ganz einfach, geeignete Peers zu identifizieren, die dem zu bewertenden Unternehmen möglichst ähnlich sind. 25 Prozent der Befragten berücksichtigen immerhin vier bis sechs Peers und zwölf Prozent sieben bis zehn.

Die insbesondere für KMU (62 Prozent), aber auch für Großunternehmen (53 Prozent) beliebte Mittelwertmethode aggregiert den Substanz- und Ertragswert zu einem Mittelwert. Entscheidend bei der Herleitung des Mittelwerts ist das Gewichtungsverhältnis. Rund 78 Prozent gewichten den Ertragswert gegenüber dem Substanzwert doppelt, was auf die Anerkennung in der Schweizer Steuerpraxis zurückzuführen ist (vergleiche Schweizerische Steuerkonferenz 2018, S. 5). Dieses Gewichtungsverhältnis wird daher häufig als „Schweizer Verfahren“ bezeichnet. Rund acht Prozent wenden bei der Mittelwertmethode das „Berliner Verfahren“ an, bei dem Ertrags- und Substanzwert gleich gewichtet werden. Auf eine Übergewichtung des Substanzwertes, zum Beispiel nach dem „Stuttgarter Verfahren“ (zweimal Substanzwert, einmal Ertragswert), verzichtet die Schweizer Praxis in den meisten Fällen. Lediglich zwei Prozent gewichten nach diesem Verfahren.

Wie werden Kapitalkosten hergeleitet?

Kapitalkostensätze spielen bei den meisten Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden eine zentrale Rolle, da sie sich über die Abzinsung maßgeblich auf das Berechnungsergebnis auswirken. Die Studie untersuchte daher ausführlich, welche der verschiedenen Methoden zur Bestimmung der einzelnen Kapitalkostenarten die Praxis anwendet.

Abb. 3 Anwendungsgrad von Methoden zur Eigenkapitalkostenbestimmung



Quelle: eigene Darstellung

Wie **Abbildung 3** zeigt, ist der einfache Risikokomponenten-Ansatz (72 Prozent), bei dem subjektiv geschätzte Risikozuschläge zum risikolosen Zinssatz addiert werden, die meistverwendete Methode zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten. Es folgen das Capital Asset Pricing Model (CAPM) mit Vergleichs-Beta (57 Prozent) sowie mit eigenem Beta (38 Prozent) und pauschale Annahmen (25 Prozent). Kaum von Bedeutung sind das Dividend Discount Model (neun Prozent) und Mehrfaktormodelle (ein Prozent). Ein Blick auf die Unternehmensgröße offenbart signifikante Unterschiede in der Anwendung: Während für KMU der einfache Risikokomponenten-Ansatz (80 Prozent) bevorzugt wird, findet für börsennotierte Unternehmen vor allem das CAPM (72 Prozent mit Vergleichs-Beta und 67 Prozent mit eigenem Beta) Anwendung, was aufgrund der Verfügbarkeit von Beta-Werten bei gelisteten Unternehmen logisch erscheint.

Neben den Eigenkapitalkosten bedürfen auch die Fremdkapitalkosten einer Herleitung. Mit einem Anwendungsgrad von 74 Prozent sind die erwarteten Kreditkosten die beliebteste Bestimmungsmethode, bei der künftige Zinsaufwände dem verzinslichen Fremdkapital gegenübergestellt werden. Die Addition einer Kreditrisikoprämie zum risikolosen Zinssatz erreicht mit einem Anwendungsgrad von 56 Prozent ebenfalls ein beachtliches Resultat. Etwas seltener angewendet werden historische Kreditkosten (40 Prozent). Die Rendite auf Verfall eigener, emittierter Anleihen erzielt als Fremdkapitalkostenersatz den niedrigsten Anwendungsgrad (15 Prozent).

Fremdkapitalkosten beeinflussen den steuerbaren Gewinn negativ, was eine niedrigere Gewinnsteuerbelastung zur Folge hat. Wird dieser Gewinnsteuervorteil des Fremdkapitals berücksichtigt, resultieren daraus steueradjustierte Kapitalkosten. Mit 74 Prozent folgt eine Mehrheit der Praxisanwender – unabhängig von der Unternehmensgröße – der Empfehlung aus der Lehre, diesen sogenannten Tax-Shield-Effekt bei der Kalkulation von Kapitalkosten zu berücksichtigen.

Zur Berechnung des WACCs kann die Gewichtung mittels Eigen- und Fremdkapitalanteil nach Markt- oder Buchwerten erfolgen. Beim Eigenkapital gewichten 47 Prozent der Praxisanwender nach Marktwerten und 53 Prozent nach Buchwerten. Wenn es um die Bewertung von börsennotierten Unternehmen geht, wird allerdings eher nach Marktwerten gewichtet (51 Prozent), was aufgrund der einfachen Verfügbarkeit der Börsenkapitalisierungswerte nicht erstaunt. Bei der Bewertung von KMU wird das Eigenkapital eher zu Buchwerten gewichtet (56 Prozent), was ebenfalls nicht überrascht. Beim Fremdkapital gewichten die Anwender zu 59 Prozent nach

Buchwerten und nur zu 41 Prozent nach Marktwerten, da für Fremdkapitalpositionen weniger häufig verlässliche Marktwerte verfügbar sind. Auch hier wird bei der Bewertung von KMU häufiger nach Buchwerten gewichtet (62 Prozent) verglichen mit börsennotierten Unternehmen (54 Prozent).

Für die Gewichtung des Fremdkapitals können schließlich unterschiedliche Positionen berücksichtigt werden. 46 Prozent der Praxisanwender folgen dabei unabhängig von der Unternehmensgröße den Empfehlungen aus der Lehre (vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 98) und verwenden am meisten die Netto-Verschuldung, also verzinsliches Fremdkapital abzüglich flüssiger Mittel. Die Verschuldung beziehungsweise das verzinsliche Fremdkapital (31 Prozent) und das gesamte Fremdkapital (23 Prozent) werden signifikant weniger häufig eingesetzt.

„Die einfache Payback-Dauer liegt in der Investitionsrechnung mit erstaunlichen 86 Prozent auf dem ersten Platz – und dies unabhängig von der Unternehmensgröße.“

Der weiteren Empfehlung der Lehre, bei der Gewichtung von Fremd- und Eigenkapital die Zielkapitalstruktur zu verwenden, folgen 50 Prozent aller Praxisanwender. Die andere Hälfte nimmt die Gewichtung anhand der aktuellen Kapitalstruktur vor.

Was gilt für die Investitionsrechnung?

Im Gegensatz zur Unternehmensbewertung wird im Rahmen der Investitionsrechnung nicht der Wert eines ganzen Unternehmens, sondern eines einzelnen Investitionsprojekts analysiert. Einige Unternehmensbewertungsmethoden finden in adaptierter Form auch in der Investitionsrechnung Anwendung, wobei nach einschlägiger Literatur zwischen dynamischen und statischen Methoden zu unterscheiden ist. Statische Verfahren beziehen sich jeweils auf eine Referenzperiode (Durchschnittsjahr) und verwenden hauptsächlich Input-Daten aus der Erfolgsrechnung wie beispielsweise Gewinne und Deckungsbeiträge. Bei dynamischen Verfahren kommen hingegen ausschließlich Cashflow-Größen zum Einsatz, wobei jedes Jahr der Nutzungsdauer einzeln in die Berechnungen einfließt. Zudem wird bei den dynamischen Verfahren mittels des von der DCF-Methode her bekannten Konzeptes der Ab-

zinsung (Present-Value-Berechnungen) dem Zeitwert des Geldes Rechnung getragen (vergleiche Volkart/Wagner 2014, S. 274 f.), weshalb diese Verfahren von der Lehre auch grundsätzlich favorisiert werden.

Wie aus **Abbildung 4** hervorgeht, haben sich die dynamischen Konzepte in der Investitionsrechnung jedoch noch nicht überall gleichermaßen etabliert wie in der Unternehmensbewertung (DCF-Methode). Mit der einfachen Payback-Dauer – mit

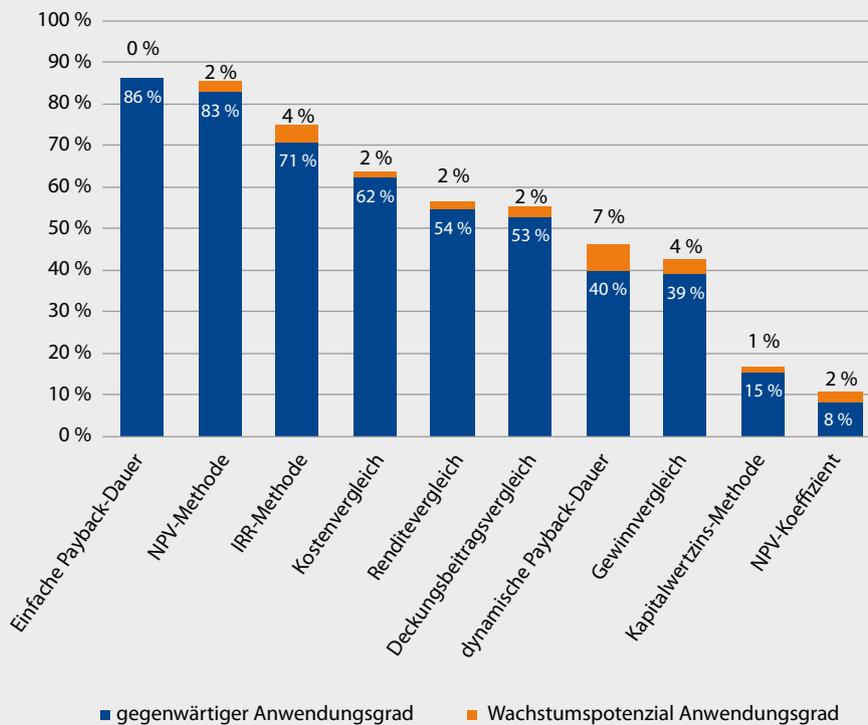
„Die Schweizer Bewertungspraxis folgt vielen Empfehlungen der Lehre, zeigt aber auch methodische Unterschiede.“

erstaunlichen 86 Prozent auf dem ersten Platz und dies unabhängig von der Unternehmensgröße –, dem Kostenvergleich (62 Prozent) und dem Renditevergleich (54 Prozent) sind gleich drei statische Methoden unter den fünf meistverwendeten. Der höchste Anwendungsgrad bei der einfachen Payback-Dauer ist

einerseits auf die Einfachheit des Verfahrens, bei dem die Investitionssumme durch den durchschnittlichen jährlichen Cashflow dividiert wird, zurückzuführen. Andererseits wird dieses Verfahren in der Praxis vermutlich oft als grobe Überschlagsrechnung in Ergänzung zu anderen Investitionsrechnungsmethoden verwendet. Relativ häufig wird auch der Deckungsbeitragsvergleich (53 Prozent) im Rahmen der statischen Verfahren eingesetzt.

Bei den dynamischen Methoden erreichen die Net-Present-Value-Methode (NPV-Methode) als klassischer DCF-Wert mit 83 Prozent sowie die Internal-Rate-of-Return-Methode (IRR-Methode) mit 71 Prozent eine hohe Beliebtheit. Börsennotierte Gesellschaften verwenden dabei die IRR-Methode mit einem Anwendungsgrad von 86 Prozent signifikant häufiger als KMU. Zu den seltener verwendeten Methoden zählen der Net-Present-Value-Koeffizient (NPV-Koeffizient), mit dem die Attraktivität eines Investitionsprojektes in Relation zur Investitionssumme beurteilt werden kann (acht Prozent), und die Kapitalwertzins-Methode (15 Prozent).

Abb. 4 Anwendungsgrad von Investitionsrechnungsmethoden



n = 246 (Mehrfachauswahl möglich)

Quelle: eigene Darstellung

Wie sämtliche auf dem DCF-Konzept beruhenden Unternehmensbewertungsmethoden, verlangen auch die dynamischen Investitionsrechnungsmethoden zur Kalkulation oder Interpretation der Ergebnisse nach einem Kapitalkostensatz, der gemäß Theorie an das Projektrisiko angepasst werden sollte (vergleiche Hauser/Turnes 2017, S. 155; Volkart/Wagner 2014, S. 296). Rund 57 Prozent aller Praxisanwender folgen dieser Empfehlung und verwenden einen projektspezifischen WACC. Mit 75 Prozent signifikant häufiger wird jedoch der WACC des Unternehmens – vermutlich aus Einfachheit und Pragmatismus – unverändert übernommen.

Schlussbetrachtung

Die Studie zeigt, dass es oft methodische Unterschiede bei der Bewertung von Unternehmen unterschiedlicher Größe und in Abhängigkeit von der Börsennotierung gibt. Zudem wird deutlich, dass die Schweizer Bewertungspraxis viele Empfehlungen aus der Lehre beherzigt. Allerdings konnten auch einige überraschende Ergebnisse in der Anwendung der Methoden aufgedeckt werden, beispielsweise bei der häufigen Anwendung der Substanzwertmethode bei der Unternehmensbewertung oder der statischen Methoden – insbesondere der einfachen Payback-Dauer – bei der Investitionsrechnung. Aus Gründen der Einfachheit und des Pragmatismus ist dies aus Sicht der Praxis nachvollziehbar. Dennoch ist zu hoffen, dass gewisse Empfehlungen aus der Lehre künftig vermehrt in die Bewertungspraxis einfließen wie beispielsweise die Grundsätze zu den Auswahlkriterien und Anzahl der Peers bei der Multiplikatormethode.

Literatur

Gantenbein, P./Gehrig, M. (2007): Moderne Unternehmensbewertung: Bewertungsziel mit Methodenmix erreichen, in: Der Schweizer Treuhänder, (9), S. 602-612.

Hauser, M./Turnes, E. (2017): Unternehmensbewertung und Aktienanalyse, 3. Auflage, Zürich.

Hörlner, V. (2018): Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, Masterarbeit FHS St. Gallen, <https://tinyurl.com/masterarbeit-hoerler>.

Schmitz, C. (2010): Unternehmensbewertungstheorie und -praxis – Validität praxisrelevanter Unternehmensbewertungsverfahren, Wuppertal.

Schweizerische Steuerkonferenz (2018): Kreisschreiben Nr. 28. August 2008: Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Aktualisierte Fassung vom 26.03.2018, Frauenfeld.

Angaben zu den Autoren



Valentin Hörler

studierte an der FHS St. Gallen Business Development und arbeitet als Produktmanager in der Finanzbranche.
E-Mail: valentin.hoerler@outlook.com



Prof. Dr. Marcus A. Hauser

ist Dozent in den Fachgebieten Rechnungswesen, Controlling und Finance an der FHS St. Gallen, Schweiz, sowie Lehrbeauftragter an der Universität St. Gallen.
E-Mail: marcus.hauser@fhsg.ch



Prof. Dr. Marco Gehrig

ist Dozent für betriebliches und finanzielles Rechnungswesen, Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung und Steuern an der FHS St. Gallen, Schweiz.
E-Mail: marco.gehrig@fhsg.ch

Turnes, E./Hauser, M./Manuel, N. (2011): Angewandte Methoden zur Bewertung von Unternehmen und Investitionen, in: KMU-Magazin, 14 (9), S. 36-39.

Volkart, R./Wagner, A. F. (2014): Corporate Finance, 6. Auflage, Zürich.



Unternehmensbewertungsmethoden



Heesen, B. (2018): Basiswissen Unternehmensbewertung – Schneller Einstieg in die Wertermittlung, Wiesbaden.
www.springerprofessional.de/link/15747094

Ziemer, F. (2018): Der Betafaktor – Theoretische und empirische Befunde nach einem halben Jahrhundert CAPM, Wiesbaden.
www.springerprofessional.de/link/15282400

Merdian, A. (2018): Zur Vereinheitlichung des europäischen Prüfungsmarkts am Beispiel der Unternehmensbewertung, Wiesbaden.
www.springerprofessional.de/link/15228052

Kuhner, C./Maltry, H. (2017): Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Berlin, Heidelberg.
www.springerprofessional.de/link/12006042