

---

# Häufige Fehler bei der Bewertung von KMU – Wie man sie erkennt und vermeidet

---

Unternehmensbewertung sei mehr Kunst als Wissenschaft, so heisst es zuweilen. Doch auch Kunst verlangt handwerkliches Können. Der vorliegende Beitrag geht auf häufig beobachtete Fehler bei der Bewertung in KMU ein, wie man sie erkennt und natürlich vermeidet.

---



Tobias Hüttche

Jeder Leser von r&c wird sich mit Unternehmensbewertungen befassen müssen. Sei es beruflich oder privat, sei es als Bewerter oder Gutachter, auf Käufer- oder Verkäuferseite. Für die Bewertung von KMU gibt es keine besonderen Methoden, allerdings sind die Besonderheiten von KMU bei der Bewertung zu berücksichtigen.

Bezüglich der Methoden ist sich die Bewertungslehre einig: Nur Zukunftserfolgsverfahren – Ertragswert- oder DCF-Verfahren – führen zu «richtigen» Unternehmenswerten. Das in der Praxis verbreitete Praktikerverfahren ist umstritten und gerät in der Rechtsprechung unter Druck. Auch die aktuelle Fachmitteilung Unternehmensbewertung der Expertensuisse sieht die DCF-Methode als *best practice* an. Von einer solchen Bewertung gehen wir auch hier aus.

## Falsche Prioritäten

Unternehmensbewertungen sind stets zeit- und kostenkritische Veranstaltungen. Umso mehr gilt es, schnell das Wichtige und Richtige zu tun. Falsch gesetzte Prioritäten sind ein Hauptfehler bei der Bewertung von KMU, der zu erheblichen Fehlbewertungen führen kann. Abbildung 1 ordnet die Arbeitsschritte nach Aufwand und Ergebnisrelevanz an.

Die – zugegebenermassen auf anekdotischer Evidenz beruhende – Darstellung zeigt die Problematik auf: Viel Mühe wird bei Unternehmensbewertungen auf die Modellierung der ersten drei bis fünf Jahre verwandt, so dass für Überlegungen zur Kapitalstruktur oder dem Restwert nur noch wenig Zeit verbleibt. Dass der Restwert leicht 60 bis 70% des gesamten Unternehmenswertes ausmachen

kann, ist bekannt. Dass man sich daher intensiv damit befassen sollte, liegt auf der Hand. Darauf wird noch eingegangen.

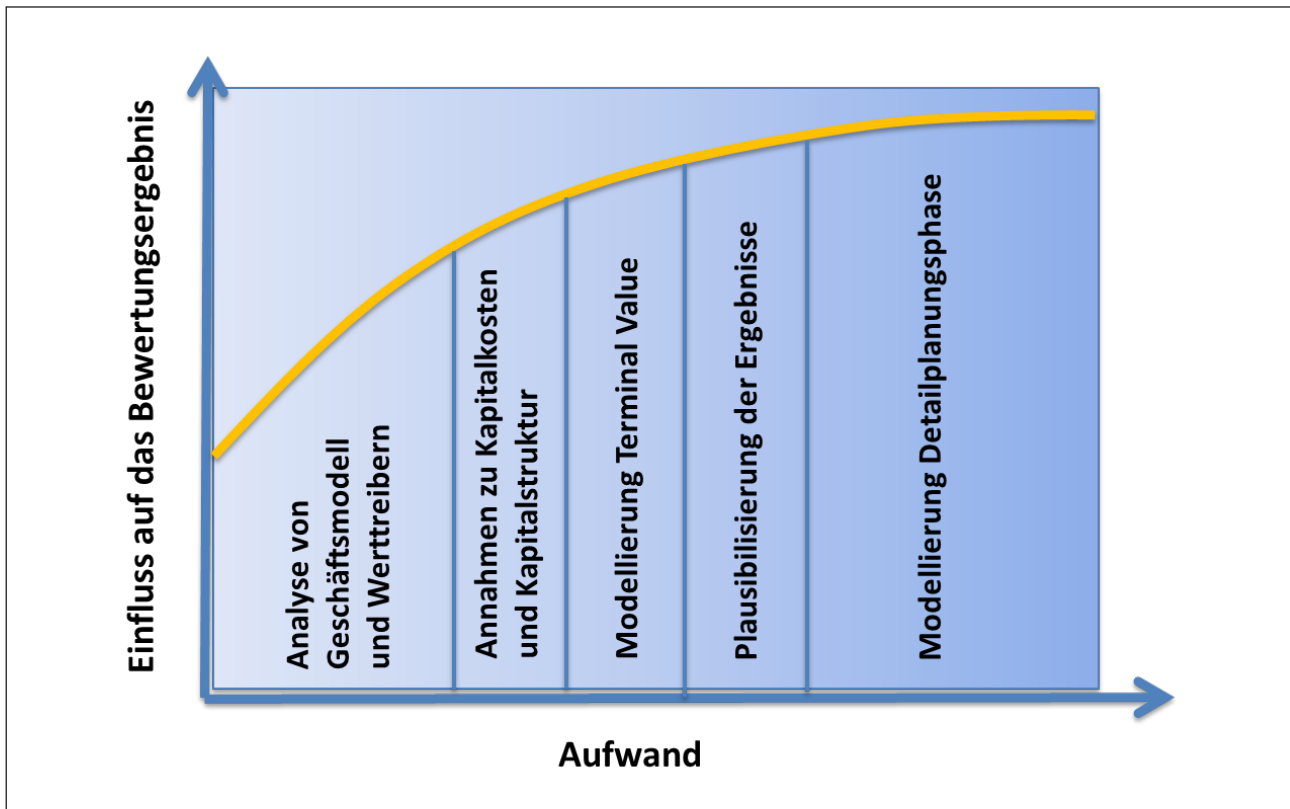
Die Bedeutung der Kapitalstruktur wird hingegen häufig unterschätzt. Für die Kapitalkosten sind Annahmen zur Verschuldung erforderlich. Häufig werden pauschale Annahmen – etwa 50% Eigenkapital – getroffen, ohne sich allerdings der weitreichenden Folgen bewusst zu sein: Mit der Annahme einer festen Kapitalstruktur sind die Kapitalkosten – und damit ein wesentlicher Werttreiber – festgelegt. Auch jede weitere Planung der Finanzierung ist überflüssig, da die Kapitalstruktur ja feststeht. Umso wichtiger ist es, die Kapitalstruktur zu begründen. Dabei kommt es auf die konkrete Bewertungssituation an: Bei Kauf- oder Verkauf kann man durchaus auf Branchenwerte abstellen. Bei der Bewertung von Minderheitenanteilen wird man hingegen die tatsächliche Kapitalstruktur wählen müssen, da eine Minderheit die Finanzierung üblicherweise nicht beeinflussen kann.

## Unklare Bewertungsaufgabe

Die Anlässe einer Bewertung sind vielfältig und «one size fits all» gilt hier nicht: Es gibt nicht den einen, sondern nur den jeweils zweckmässigen Unternehmenswert. Dies ist von besonderer Bedeutung, wenn es um rechtlich erforderliche Bewertungen geht, also die Ermittlung sogenannter «Normwerte».

### Beispiel

*Die Übertragung von Namensaktien kann nach Art. 685b OR auch ohne Grundangabe abgelehnt werden, wenn die Übernahme der Aktien zum «wirklichen Wert» vereinbart ist. Dieser Wert wäre auch bei einer Beteiligung von weniger als 100% quotal zu ermitteln, also als anteiliger Gesamtunternehmenswertes anzusetzen: 20% aller Aktien sind 20% des gesamten Eigenkapitals wert. Ein Paketzu- oder -abschlag – wie er bei Kauf oder Verkauf üblicherwei-*



**Abbildung 1:** Was bei Unternehmensbewertungen zählt

se berücksichtigt wird – wäre hier nicht gerechtfertigt, da das Gesetz ausdrücklich vom wirklichen Wert der «Aktien» und nicht der Beteiligung spricht.

Die Bewertungsaufgabe – was also Anlass und Zweck der Bewertung ist – muss vor der eigentlichen Bewertung geklärt sein, da sich daraus konkrete Anforderungen an die Bewertungsmethode, den Bewertungsstichtag und wesentliche Bewertungsparameter ergeben. Ist dies nicht der Fall, macht das die Bewertung fehlerhaft und damit angreifbar.

### Überschätzte Ertragskraft

Gerade bei KMU kommt der Person des Unternehmers erhebliche Bedeutung zu: Ob die besondere Beziehung zu Kunden, das Vertrauensverhältnis zu den Mitarbeitenden oder die Nutzung eigenen – u.U. auch rechtlich geschützten – Know-how: Der Erfolg eines KMU ist oft personenbezogen und damit nur bedingt übertragbar. Die Übertragbarkeit der Ertragskraft muss bei der Bewertung analysiert und sachgerecht eingeschätzt werden. Bei Kauf eines Unternehmens wird der Erwerber dies bei seinen Berechnungen ohne weiteres berücksichtigen. Zu beachten ist aber, dass dies – also der Wegfall der prägenden Inhaber – auch immer dann zu berücksichtigen ist, wenn es um die Berechnung von «Verkehrswerten» geht, also Auseinandersetzungen in Erbfällen, bei Scheidungen oder Abfindungen.

Der häufigste Fall einer nur zeitweise übertragbaren Ertragskraft ist der mit dem Ausscheiden des bisherigen Eigentümers einsetzende Verlust von Bestandskunden. Dies kann auch bei der Bewertung durch ein Abschmelzen der Marge (technisch des «Übergewinns») berücksichtigt werden. Dabei wird die Kapitalrendite bis zum Eintritt in den Restwertzeitraum auf die jeweiligen Kapitalkosten reduziert. Natürlich kann auch vereinfacht mit pauschalen Abschlägen hantiert werden. Allerdings sollte, gerade wenn eine gerichtliche Überprüfung befürchtet wird, möglichst objektiviert, nachvollziehbar und damit mit einem Rechenmodell vorgegangen werden.

### Nicht plausibler Restwert

Der Restwert muss plausibel sein. Dies bedeutet zunächst, dass das Unternehmen seinen «eingeschwungenen» Zustand überhaupt erreicht hat. Dies ist nicht automatisch nur deswegen der Fall, weil im Excel-Modell der Detailplanungszeitraum endet. «Eingeschwungen» bedeutet, dass Investitionszyklen abgeschlossen und Verlustvorträge verbraucht sind und das Unternehmen nur noch mit einer konstant angenommenen Wachstumsrate wächst. Dies muss begründet und kritisch hinterfragt werden. Im Zweifelsfall ist eine Verlängerung der Planungsphase um einige gröber geplante Jahre erforderlich.

Plausibel muss auch die angenommene Wachstumsrate sein. Langfristig – und das ist ja die Optik – ist anzuneh-

men, dass kein Unternehmen dauerhaft stärker als die Volkswirtschaft wächst. Das angenommene – nominelle – Wachstum des BIP wird also die Obergrenze einer jeden Schätzung sein. Unternehmensbewertungen sind im Übrigen stets nominelle Rechnungen, d.h. auch eine Wachstumsrate von 0% unterstellt, dass die Inflation vollständig an die Kunden überwältigt werden kann, was viele Unternehmen jedoch nicht durchsetzen können oder wollen.

Schliesslich ist auf die angenommene Kapitalrendite zu achten: Während im Detailplanungszeitraum durchaus Gewinne über der Branchenrendite ausgewiesen werden können, ist es ewig – also im Restwert – kaum möglich, solche Überrenditen zu erzielen. Eine durchaus plausible Annahme ist es hingegen, eine Kapitalrendite in Höhe der Kapitalkosten – und damit im Ergebnis die Branchenrendite – anzunehmen.

Zusammengefasst: Die Bewertung eines KMU ist keine «kleine» Bewertung – im Gegenteil. Die Herausforderung liegt darin, die kapitalmarktorientierte Bewertungslehre auf die Besonderheiten eines KMU anzuwenden. Ist die Bewertungsaufgabe geklärt und sind die Prioritäten richtig gesetzt, stimmt schon die Richtung. Plausible Annahmen zu Kapitalkosten und ein belastbarer Restwert sprechen auch für sachgerechte Ergebnisse.

---

*Prof. Dr. Tobias Hüttche leitet das Institut für Finanzmanagement der Hochschule für Wirtschaft FHNW in Basel. Er ist Wirtschaftsprüfer und Certified Valuation Analyst (CVA).  
tobias.huettche@fhnw.ch*

**1/2 Inserat**