

# Methodologie (v-1-5)

## Inhaltsverzeichnis

1	Warum eine Methodologie?	2
2	Berücksichtigung von Steuern	2
2.1	Persönliche Steuern	2
2.2	Betriebliche Steuern	2
2.3	Verlustvorträge	3
3	Übernahme der Vergangenheitsdaten über die Schnittstelle	3
4	Peer Group Daten	4
4.1	Datenquelle	4
4.2	Aufbereitung	4
4.3	Zeitreihen	5
5	Eigenkapitalkosten	5
5.1	CAPM	5
5.2	Beta	6
5.3	Zuschläge auf die Kapitalkosten	6
6	Fremdkapitalkosten	7
6.1	Credit Spread	7
6.2	Debt Beta	7
7	Kapitalstruktur	7
7.1	Bedeutung der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten	7
7.2	Annahmen zur Kapitalstruktur	7
7.3	Abgrenzung der Finanzschulden	8
8	Residualwert	9
9	DCF = Ertragswert	9

## 1 Warum eine Methodologie?

Unternehmensbewertung – so hört man häufig – sei mehr Kunst als Wissenschaft. Unserer Ansicht nach ist Unternehmensbewertung vor allem Handwerk und dazu braucht es gutes Werkzeug – wie eben wevalue.

Unsere Lösung fusst auf der aktuellen Bewertungspraxis und -lehre und wendet diese auf den praktischen Fall an. Dazu bedarf es einiger Annahmen und formaler (mathematischer) Umformungen. Dabei soll alles so handhabbar und transparent wie möglich sein.

Mit unserer Methodologie wollen wir interessierten Anwendern die theoretischen Hintergründe unserer Lösung erläutern. Dies auch dazu, um vertiefte Fragen zum Bewertungsmodell und den dahinterstehenden Annahmen beantworten zu können.

Die Ausführungen folgen keiner besonderen Systematik, sondern greifen die Themen entlang des in der Lösung angelegten Bewertungsprozesses auf.

## 2 Berücksichtigung von Steuern

### 2.1 Persönliche Steuern

Unsere Lösung berücksichtigt die betrieblichen Ertragsteuern (Körperschaft- und Gewerbesteuer) von Kapitalgesellschaften über einen einheitlichen Steuersatz. Bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen tritt die persönliche Einkommensteuer an die Stelle der Unternehmensteuer (IDW S1, Tz. 47). Diese wird daher bei den einschlägigen Rechtsformen gesondert berücksichtigt.

Davon abgesehen erfolgt die Bewertung von Kapitalgesellschaften ohne persönliche Steuern. Dies gilt für die Ableitung der finanziellen Überschüsse (Free Cash Flows bzw. Zuflüsse an die Anteilseigner im Sinne von Ausschüttungen), wie auch für die Ableitung der Kapitalkosten.

Dies entspricht der überwiegenden internationalen Bewertungspraxis. In der Diktion des IDW handelt es sich dabei um eine «mittelbare Typisierung», die nach IDW S1 bei der Ermittlung von subjektiven Unternehmenswerten (Beratung bei Kauf, Verkauf, Nachfolgen etc.) aber auch der Berechnung von objektivierten Unternehmenswerten im Rahmen unternehmerischer Initiativen zulässig ist (IDW S1, Tz. 30).

### 2.2 Betriebliche Steuern

Der Steuersatz für die betrieblichen Steuern (Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag) wird bei den Angaben zum Bewertungsobjekt erfasst. Dieser Gesamtsteuersatz wird als Voreinstellung auch in die Planung und die Bewertung übernommen. Abweichend davon können die Steuern in der Detailplanung auch manuell angepasst und mit differenzierten Sätzen geplant werden.

## 2.3 Verlustvorträge

Verlustvorträge können theoretisch über die Steuerplanung und die Berechnung eines effektiven, niedrigeren Steuersatzes berücksichtigt werden. Wir raten jedoch dazu, den Wert des Verlustvortrags (berechnet als Barwert der erwarteten Steuerersparnis) eher als Sonderwert bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei der Überleitung vom Unternehmens- auf den Eigenkapitalwert zu berücksichtigen.

## 3 Übernahme der Vergangenheitsdaten über die Schnittstelle

Zur Ableitung der finanziellen Überschüsse – ob nun nach dem DCF- oder Ertragswertverfahren – bedarf es einer integrierten Planung, aus der sich die ausschüttungsfähigen Beträge ergeben. Dazu muss die Logik der Bilanzgliederung (Anlage- und Umlaufvermögen, Eigen- und Fremdkapital) in die Logik einer integrierten Planung (Investitionen in das Anlage- sowie Nettoumlaufvermögen sowie die Entwicklung der Finanzierung) gebracht werden.

Unsere Lösung erledigt diese Zuordnung auf Grundlage der gesetzlich vorgesehenen handelsrechtlichen Gliederung von Bilanz und GuV. Sofern in den eingelesenen Jahresabschlüssen abweichend bezeichnete oder andere Posten geführt werden, werden diese den jeweils zugehörigen übergeordneten Posten zugeordnet (also zusätzliche Posten des Anlagevermögens verbleiben auch weiterhin beim Anlagevermögen etc.).

Folgende Posten sind entsprechende «Auffangposten»:

- Sachanlagen im Anlagevermögen,
- Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände im Umlaufvermögen,
- Aktive Rechnungsabgrenzungsposten auf der Aktivseite,
- Gewinnvortrag/Verlustvortrag im Eigenkapital
- Sonstige Rückstellungen in den Rückstellungen
- Sonstige Verbindlichkeiten in den Verbindlichkeiten
- Passive Rechnungsabgrenzungsposten auf der Passivseite.

Dadurch ist sichergestellt, dass alle Posten beim Import berücksichtigt werden und die Zwischentotale mit denjenigen in DATEV Kanzlei-Rechnungswesen übereinstimmen.

Einzige Ausnahme bildet der Posten «Nicht durch das Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag». Dieser im Handelsrecht gesondert auf der Aktivseite ausgewiesene Posten wird im Zuge des Imports in wevalue auf die Passivseite ins Eigenkapital umgegliedert und mit dem Posten «Gewinnvortrag/Verlustvortrag» verrechnet. Dies kann dazu führen, dass die Bilanzsumme und die Höhe des Eigenkapitals in unserer Lösung von derjenigen im handelsrechtlichen Jahresabschluss abweicht. Bewertungstechnisch hat dies jedoch keine weitere Bedeutung.

Letztlich werden die Posten der Bilanz entweder bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse berücksichtigt (als Veränderung des Anlage- oder Nettoumlaufvermögens) oder im Rahmen der Finanzierung (als Finanzschulden bei den Kapitalkosten und der Überleitung vom Unternehmens- auf den Eigenkapitalwert). Besonders ist auf die Abgrenzung der Finanzschulden zu

achten, da diese nur die üblicherweise verzinsten Posten umfassen. Unsere Lösung sieht daher bei den «Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen» sowie bei den «Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen, mit denen ein Beteiligungsverhältnis besteht» bewusst je zwei Posten vor, einen unverzinslichen und einen verzinslichen. Prüfen Sie, ob die Zuordnung dort korrekt erfolgt ist, oder gliedern Sie andernfalls manuell entsprechend um.

## 4 Peer Group Daten

### 4.1 Datenquelle

Die Peer Group Daten werden aus den beiden Datenbanken Robur und EOD Historical Data zusammengesetzt, eigens aufbereitet und bestimmten Plausibilitätschecks unterzogen.

Die Datenaufbereitung erfolgt alle ein bis zwei Wochen. Der Stichtag der Peer Group kann frei gewählt werden. Falls per jenem Zeitpunkt keine Peer Group Daten existieren, wird automatisch das letzte verfügbare Datum ausgewählt.

### 4.2 Aufbereitung

Das verschuldete (levered) Beta der Peer Group Unternehmen wird standardmässig über eine Regression von monatlichen Aktienrenditen (Total Return) auf Marktrenditen (Total Return) über die letzten 60 Monate geschätzt. Als Proxy für die Marktrendite wird jeweils ein breiter Aktienindex aus dem jeweiligen Land gewählt. Bei jedem Vergleichsunternehmen ist angegeben, welcher Marktindex zur Berechnung des Betas herangezogen wurde. Da dieser Index in der gleichen Währung notiert ist wie die Aktie des jeweiligen Unternehmens, erübrigt sich eine Währungsumrechnung der Renditen.

Beim «Unlevering» der in der Peer Group enthaltenen Unternehmen verwenden wir dieselbe Methodik wie beim «Relevern» auf das Bewertungsobjekt. Wir unterstellen daher auch für die Peer Group eine wertorientierte Verschuldungspolitik. Diese liegt bei betriebswirtschaftlicher Betrachtung nahe und folgt der These, dass langfristig ein angemessenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital zu Marktwerten gegeben sein muss (Dörschell/Franken/Schulte, 2012, S. 204 f.).

Beim «Unlevering» des Betas werden beim Fremdkapital die Nettofinanzschulden (Bruttofinanzschulden abzüglich flüssige Mittel) und beim Eigenkapital der Marktwert des Eigenkapitals (Marktkapitalisierung zuzüglich Minderheitsanteile) per Stichtag berücksichtigt. Der Verschuldungsgrad drückt das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital in Marktwerten aus. Teilt man das verschuldete (levered) Beta durch  $1 + \text{Verschuldungsgrad}$ , erhält man das unverschuldete (unlevered) Beta (Annahmen: Tax Shield gleich riskant wie die Aktiven; Fremdkapital risikolos, d.h. ohne Debt Beta).

Nebst den verschuldeten (levered) und unverschuldeten (unlevered) Betafaktoren werden zusätzlich ausgewählte statistische Masse wie das Bestimmtheitsmass ( $R^2$ ) und der t-Wert mitgegeben. Das  $R^2$  gibt an, wie gut sich die Aktienrendite durch die Marktrendite erklären lässt. Je

höher das  $R^2$ , desto weniger unsystematisches bzw. firmenspezifisches Risiko hat die Aktie. Der t-Wert ist ein statistisches Mass zur Beurteilung, ob sich der Betafaktor signifikant von null unterscheidet. Je höher der t-Wert, desto wahrscheinlicher ist es, dass das Beta ungleich null ist. Auch wenn keine eindeutigen Richtwerte existieren, so können das  $R^2$  und der t-Wert möglicherweise doch Aufschluss geben über die Eignung des Betafaktors einer Vergleichsunternehmung als Approximation für das systematische Risiko des Bewertungsobjekts. So zeigt sich bspw., dass wenig gehandelte (illiquide) Aktien oftmals ein tiefes  $R^2$ , einen tiefen t-Wert und einen Betafaktor nahe null haben. Ob es sinnvoll ist, solche Unternehmen in die Peer Group aufzunehmen bzw. dort zu belassen, ist im Einzelfall kritisch zu prüfen.

### 4.3 Zeitreihen

Dadurch, dass angegeben werden kann, per welchem Datum die Peer Group geladen werden soll, ist sichergestellt, dass nur Vergleichsunternehmen enthalten sind, die zum dannzumaligen Zeitpunkt auch börsennotiert waren. Die Peer Group kann bis zum 08.02.2020 rückdatiert bzw. rückwirkend auf jenen Zeitpunkt geladen werden.

## 5 Eigenkapitalkosten

### 5.1 CAPM

Die Schätzung der Kapitalkosten erfolgt bei der DCF- und Ertragswertberechnung nach dem Capital Asset Pricing Modell (CAPM). Dies entspricht den aktuellen berufsständischen Empfehlungen des IDW (IDW S1, Tz. 118 für objektivierte Unternehmenswerte).

Unsere Lösung schlägt entsprechende Werte (risikoloser Basiszinssatz), Bandbreiten (Marktrisiko-prämie) und Herleitungen (Beta) vor.

Anwender können diese Werte übernehmen, überschreiben und modifizieren. Dies liegt dann im eigenen Ermessen. Das IDW schlägt für die Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte vor, sich bspw. an den individuellen Verhältnissen des Investors zu orientieren (IDW S1, Tz. 123). Ob man sich damit dann noch innerhalb der CAPM-Modellwelt bewegt, wäre kritisch zu prüfen und in der Berichterstattung entsprechend zu begründen.

Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften erfolgen die Bewertungen ohne die Berücksichtigung persönlicher Steuern («mittelbare Typisierung», siehe Abschnitt 2.1). Entsprechend werden auch die Eigenkapitalkosten gemäss dem CAPM – also nicht dem Tax-CAPM – berechnet (IDW S1, Tz. 122).

Bei Personengesellschaften tritt die persönliche Steuer an die Stelle der betrieblichen Steuer, so dass diese persönlichen Steuern auch bei der Berechnung der Kapitalkosten berücksichtigt werden (IDW S1, Tz. 122).

## 5.2 Beta

Das von unserer Lösung vorgeschlagene unverschuldete Beta entspricht dem Medianwert der für die Unternehmen der ausgewählten Peer Group berechneten «unlevered» Betas (siehe Abschnitt 4.2). Hier kann eine Schätzperiode von 36 Monaten (3 Jahre) oder 60 Monaten (5 Jahre) gewählt werden.

Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (IDW S1, Tz. 121). Dies betrifft auch die Frage, ob der jeweilige Schätzintervall wesentliche Strukturbrüche und Sondereinflüsse beinhaltet. Dies immer Eingedenk der Tatsache, dass die aktuell als Besonderheiten qualifizierten Sachverhalte zukünftig die Normalität darstellen können. Empirische Untersuchungen zeigen, dass sich bei Verwendung eines über 60 Monate gemessenen Betas keine wesentlichen Abweichungen zu durchschnittlichen Jahresbetafaktoren ergeben (Dörschell/Franken/Schulte, 2012, S. 160 f.).

Das unverschuldete Beta der Peer Group wird anschliessend auf die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts umgerechnet («relevered»). Da unsere Lösung eine wertorientierte (atmende) Finanzierungspolitik (konstante Kapitalstruktur) unterstellt, stehen die Bestände des Fremdkapitals nicht von vorneherein fest, sondern sind von der Entwicklung des Unternehmenswertes abhängig. Schon aus diesem Grund sind die mit der Fremdfinanzierung verbundenen Steuerersparnisse (Tax Shield) risikobehaftet. Daneben sprechen auch weitere Gründe (Steuerpolitik, Rechtsprechung, strukturelle Veränderungen etc.) dafür, Steuervorteile nicht per se als sicher anzunehmen.

Insofern erfolgt das «Unlevern» des Betas mit der in der Praxis verwendeten Harris/Pringle-Formel, jeweils – da wir auch davon absehen – ohne Berücksichtigung eines Debt Beta (zur Herleitung der Formeln und weiteren Nachweisen etwa Dörschell/Franken/Schulte, 2012, S. 201 ff.).

Anstelle des vorgeschlagenen Betas der Peer Group kann auch ein selbst geschätzter Wert eingesetzt werden. Naheliegend ist dabei, zunächst ein Beta von «1,0» anzusetzen. Dies wird in der Praxis mitunter als «Vereinfachung» beschrieben und als solche auch vorgeschlagen. Das IDW weist ausdrücklich darauf hin, dass es sich dabei nur um einen «Einzelfall (handelt, in dem) das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios» entspricht. Mit anderen Worten müsste das Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts ebenso diversifiziert sein wie das als Alternativanlage berücksichtigte Portfolio.

## 5.3 Zuschläge auf die Kapitalkosten

Unsere Lösung ermöglicht Ihnen, frei benennbare und bemessbare Zuschläge auf die Kapitalkosten vorzunehmen. Üblicherweise berücksichtigen diese Zuschläge vor allem bei KMU die eingeschränkte Handelbarkeit der Anteile oder weitere spezifische Eigenschaften wie die geringe Unternehmensgrösse.

Solche Zuschläge sind theoretisch umstritten und empirisch nicht eindeutig nachweisbar, in der Bewertungspraxis aber durchaus verbreitet. Das IDW schliesst solche Zuschläge zumindest bei der Berechnung objektiverer Werte aus (IDW Praxishinweis 1/2014, Tz. 47), lässt dies für andere Fälle aber offen (IDW S1, Tz. 123). Insofern liegt die Verwendung im Ermessen des Bewertenden.

## 6 Fremdkapitalkosten

### 6.1 Credit Spread

Die für die Bewertung relevanten Fremdkapitalkosten entsprechen der erwarteten Rendite der Fremdkapitalgeber, die sich aus dem risikolosen Basiszinssatz und einer Risikoprämie (Credit Spread) zusammensetzt. Dies entspricht im Normalfall, also bei gering oder normal verschuldeten Unternehmen, auch der Marktrendite, so dass hier keine weiteren Anpassungen mehr erforderlich sind (IDW Praxishinweis 2/2018, Tz. 36).

Bei einer ansonsten marktüblichen Verzinsung des Fremdkapitals kann in diesen Fällen der Credit Spread als Differenz von den zum Bewertungsstichtag vereinbarten Konditionen und dem risikolosen Basiszins berechnet werden. Nach Eingabe des Credit Spreads zeigt unsere Lösung die damit korrespondierende Ratingklasse an. Ist diese bekannt oder bspw. synthetisch berechnet worden (z.B. über den Zinsdeckungsfaktor), kann auch so der Credit Spread «durch Einsetzen» bestimmt werden.

### 6.2 Debt Beta

Aktuell berücksichtigt unsere Lösung kein Debt Beta. Theoretisch ist dies schon eine Konsequenz der wertorientierten Finanzierung, bei der die Fremdkapitalgeber modellhaft kein Risiko tragen (Schüler/Schwetzer, 2019, S. 4). Weiter kann praktisch – gerade bei KMU – auch unterstellt werden, dass Finanzschulden gesichert und damit wenig ausfallgefährdet sind. Weiter scheint uns die Verwendung des Debt Beta in der Bewertungspraxis noch uneinheitlich und birgt bei unsachgemäßer Anwendung erhebliche Risiken einer Fehlbewertung. Eine standardisierte und transparente Führung durch dieses Thema erscheint uns aktuell noch nicht möglich.

## 7 Kapitalstruktur

### 7.1 Bedeutung der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten

Sowohl beim DCF- wie auch beim Ertragswertverfahren schlägt sich die Kapitalstruktur – also die Verschuldung und damit das finanzielle Risiko – in den Kapitalkosten nieder. Mit steigender Verschuldung erhöhen sich die von den Eigenkapitalgebern zu tragenden Insolvenzrisiken und damit auch deren Renditeforderung. Entsprechend wirkt die Kapitalstruktur über das «Relevering» auf die Eigenkapitalkosten und über die Kapitalkostengewichtung auf die gewogenen Kapitalkosten (WACC).

### 7.2 Annahmen zur Kapitalstruktur

Die Annahmen zur Kapitalstruktur sind von zentraler Bedeutung für die Bewertung. Dabei kann die aktuelle Kapitalstruktur von der vom potenziellen Erwerber präferierten Struktur abweichen (IDW S1, Tz. 52).

Unsere Lösung arbeitet aktuell mit einer konstanten Kapitalstruktur und unterstellt damit eine «wertorientierte Finanzierung» (im Unterschied zur «autonomen Finanzierung»).

Als konstante Kapitalstruktur können (a) geplante, (b) marktübliche oder (c) tatsächlich zum Bewertungsstichtag herrschende Finanzierungsverhältnisse gewählt werden. In allen Fällen kann mit einer im Zeitablauf konstanten Kapitalstruktur gearbeitet werden, sofern sich die Verhältnisse in der Zukunft nicht in wesentlichem Umfang ändern werden (IDW S1, Tz. 133).

In diesen Fällen werden auch Wertunterschiede zu einer «autonomen Finanzierungspolitik» und einer variablen Kapitalstruktur nicht wesentlich sein. Dies auch schon deswegen nicht, weil spätestens im Residualwert die gewogenen Kapitalkosten i.d.R. als konstant angenommen werden (IDW S1, Tz. 130.).

### 7.3 Abgrenzung der Finanzschulden

Zum verzinslichen Fremdkapital gehören neben den klassischen Finanzverbindlichkeiten i.d.R. auch weitere zinstragende Schulden (z.B. Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen). Zu bestimmten Fremdkapitalposten gehörende Vermögensbestandteile – wie etwa das (Plan-)Vermögen bei den Pensionsrückstellungen (aktiver Unterschiedsbetrag aus der Vermögensverrechnung) – ist grundsätzlich auch dort zum Abzug zu bringen bzw. mit den Finanzschulden zu verrechnen (IDW Praxishinweis 2/2018, Tz. 6).

Grundsätzlich können die Finanzschulden bei einer Bewertung brutto oder netto berücksichtigt werden, d.h. ohne oder mit Abzug der flüssigen Mittel (IDW Praxishinweis 2/2018, Tz. 6 ff.). Sofern die Bruttodarstellung gewählt wird, sind sowohl bei der Kapitalkostenermittlung als auch bei der Überleitung vom Unternehmens- zum Eigenkapitalwert die Bruttofinanzschulden zu berücksichtigen. Wird die Nettodarstellung gewählt, so hat auch die Kapitalkostenermittlung mit den um die finanziellen Mittel reduzierten Bruttofinanzschulden zu erfolgen und es sind bei der Überleitung vom Unternehmens- zum Eigenkapitalwert die Nettofinanzschulden zu subtrahieren. Bei korrekter und konsequenter Anwendung führen beide Wege zum gleichen Ergebnis bzw. zum identischen Eigenkapitalwert.

Unsere Lösung folgt der Bruttodarstellung, verrechnet die flüssigen Mittel («Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks») also nicht mit den Bruttofinanzschulden. Einzig die beiden Aktivposten «Wertpapiere» und «Aktiver Unterschiedsbetrag aus der Vermögensverrechnung» werden mit den Bruttofinanzschulden verrechnet, resp. als negative Finanzschuld (Finanzguthaben) angesehen, sofern diese nicht bereits vorgängig als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ausgegliedert werden.

Die Bruttodarstellung der Finanzschulden unterstellt, dass sämtliche flüssigen Mittel operativ benötigt werden, resp. nur betriebsnotwendige Liquidität im Unternehmen gehalten wird. Die Bruttodarstellung verhindert auch, dass durch eine Verrechnung hoher Liquiditätsbestände negative Finanzschulden entstehen. Ein Überbestand an Liquidität (überschüssige flüssige Mittel) ist per Bewertungsstichtag als nicht betriebsnotwendiges Vermögen auszuschneiden. Im Detailplanungszeitraum ist die Ausschüttung so festzulegen, dass sich keine überschüssige Liquidität aufbaut.



Das Zinsergebnis leitet sich rechnerisch aus dem Bestand an verzinslichen Aktiva und Passiva sowie den jeweiligen Zinssätzen ab (IDW S1, Tz. 111). Aus Praktikabilitätsgründen kann das Zinsergebnis basierend auf einer saldierten Netto-Finanzposition und einem durchschnittlichen langfristigen Zinssatz abgeleitet werden.

Bei nicht explizit verzinslichen Posten des Fremdkapitals (insbesondere Pensionsrückstellungen) ist ein Marktzins für fristadäquate Kredite heranzuziehen (IDW S1, Tz. 134). Die Ertragsteuern sind abzusetzen.

Die Berücksichtigung von Pensionsverpflichtungen als Finanzverbindlichkeiten hat zur Folge, dass die damit verbundenen (hypothetischen) Fremdkapitalkosten als implizite Zinsen im Rahmen der gewogenen Kapitalkosten berücksichtigt werden (IDW S1, Tz. 128). Aktuell ist wohl davon auszugehen, dass Pensionsrückstellungen nicht mehr neu gebildet, sondern allenfalls fortgeführt oder in Anspruch genommen werden. Bei der steuerrechtlich einzig zulässigen sog. versicherungsmathematischen Auflösungsmethode werden die Pensionszahlungen aufwandswirksam verbucht (Beck'scher Bilanzkommentar 2020, § 249, Tz. 235). Dies gilt es bei der Analyse der Vergangenheit und der Ableitung der Planung zu berücksichtigen, da die mit der Entwicklung der Pensionsrückstellungen verbundenen Zahlungen aus dem operativen Bereich ausgegliedert und dem Finanzierungsbereich zugeordnet werden sollten.

## 8 Residualwert

Der Residualwert entspricht dem Barwert der Free Cash Flows nach Ablauf des Detailplanungszeitraums (IDW S1, Tz. 130). Mit unserer Lösung können Sie als Residualwert (a) den Free Cash Flow des letzten detailliert geplanten Jahres wählen, (b) diesen separat und losgelöst vom letzten Detailplanungsjahr modellieren (bspw. als Durchschnitt über den gesamten Detailplanungszeitraum) oder (c) eine Liquidation unterstellen.

Variante (a) kommt dann in Betracht, wenn das Unternehmen seinen «eingeschwungenen» Zustand erreicht hat. Variante (b) ermöglicht es, zusätzliche Überlegungen zu den Quellen eines nachhaltigen Wachstums (IDW WPH 2018, S. 163 ff.), den damit verbundenen Investitionserfordernissen (IDW S1, Tz. 97) und der nachhaltig erzielbaren Marge zu berücksichtigen. Variante (c) ist dann angezeigt, wenn es sich um ein endliches Geschäftsmodell handelt und keine Unternehmensfortführung («Going Concern») beabsichtigt wird.

## 9 DCF = Ertragswert

wevalue verwendet u.a. das DCF- und das Ertragswertverfahren. Beide Verfahren führen bei identischen Annahmen auch zu identischen Ergebnissen. Welches Verfahren verwendet wird, ist eine Frage der Zweckmässigkeit. Das DCF-Verfahren setzt am praktisch weniger gebräuchlichen Free Cash Flow an und weist die Finanzschulden als Abzugsposten gesondert aus. Das Ertragswertverfahren basiert auf den bekannten bilanziellen Gewinngrössen, verdeckt jedoch die Fremdfinanzierung.

Die finanziellen Überschüsse beim Ertragswertverfahren entsprechen bei zutreffender Ermittlung den «Cash Flows to Equity» im DCF-Equity-Verfahren (IDW WPHB 2018, S. 112). Dahinter steht die Überlegung, dass über die gesamte Lebensdauer (= Bewertungszeitraum) hinweg gesehen alle erwirtschafteten Überschüsse auch ausgeschüttet werden. Auf diese lange Sicht entsprechen sich i.d.R. auch die Summe der Gewinne und die Summe der Cash Flows (Kongruenzprinzip). Da das Bewertungsmodell diese Lebensdauer in die mehrperiodige Detailplanung und den einperiodigen Residualwert aufteilt, müssen auch die Ausschüttungen entsprechend geplant bzw. aufgeteilt werden.

Im DCF-Bewertungsmodell repräsentiert der Free Cash Flow den Betrag, den ein vernünftiges und rational handelndes Management an die Kapitalgeber auszahlen würde. Im Ertragswertmodell reduziert sich dies auf den auf die Eigenkapitalgeber entfallenden Teil (Ausschüttung). Werden im Detailplanungszeitraum geringere oder höhere Ausschüttungen geplant als effektiv möglich wären, wird dies modellseitig bei den Ausschüttungen im Residualwertzeitraum angepasst. Bewertungstechnisch wird dabei unterstellt, dass die ausschüttbaren und ausschüttfähigen Beträge zu den Kapitalkosten im Unternehmen angelegt werden. Diese sog. «kapitalwertneutrale Wiederanlage» ist die vom IDW geforderte «sachgerechte Prämisse» zur Verwendung derjenigen thesaurierten Mittel, für die keine Verwendung geplant ist.

Unter dieser Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage ist zwar die Höhe der absoluten Ausschüttungen für den Unternehmenswert von Bedeutung, aber nicht die Frage, wann diese zeitlich anfallen.

Die Annahme einer «kapitalwertneutralen Wiederanlage» führt zu identischen Ergebnissen wie die Annahme einer direkten Zurechnung der thesaurierten Beträge beim Anteilseigner, hat aber den Vorteil, dass hier eine bilanzorientierte Darstellung gewählt wird, mit der Anwender und Adressaten vielleicht besser vertraut sind.

Bei einer plausiblen Ausschüttungsplanung – d.h. planmässige Verwendung der freien Liquidität bzw. deren Ausschüttung – ergeben sich auch bei der Darstellung keine wesentlichen Unterschiede.

Wir hoffen, Ihnen mit diesem Methodologie-Dokument die theoretischen Hintergründe und die Logik unserer webbasierten Bewertungslösung näher gebracht zu haben. Bei Fragen und Anregungen stehen wir gerne zur Verfügung.

**wevalue AG**  
Ligusterweg 12  
CH-4310 Rheinfelden  
kontakt@wevalue.ch  
www.wevalue.de