



Universität
Zürich^{UZH}

Institut für Finance

Banking und Finance I: Corporate Finance

Unternehmensbewertung

Dr. Benjamin Wilding

27. Oktober 2025



Syllabus

Woche	Hybrid	Montag, 14:00-15:45		Self-Learning OLAT		Einzelaufgaben		Total
Woche 1	15.09.2025	Übersicht Banking & Finance Einführung in Corporate Finance	2h	Modul 1: Einführung in Corporate Finance	1h			3h
Corporate Finance								
Woche 2	22.09.2025	Investitionsrechnung I	2h	Modul 2.1: Statische Investitionsrechnung Modul 2.2: Time Value of Money	4h			6h
Woche 3	29.09.2025	Investitionsrechnung II	2h	Modul 2.2: Time Value of Money Modul 2.3: Dynamische Investitionsrechnung	4h	Einführung in Excel (optional)	1h	6h
Woche 4	06.10.2025	Investitionsrechnung III, Finanzierung I	2h	Modul 2.3: Dynamische Investitionsrechnung Modul 3.1: Finanzierungsarten	2h	Einzelaufgabe 1: Start: 06.10.2025, 16:00 Uhr	3h	7h
Woche 5	13.10.2025	Übung 1	2h	Vorbereitung Übung 1	2h	Einzelaufgabe 1	3h	7h
Woche 6	20.10.2025	Finanzierung II	2h	Modul 3.2: Kapitalstruktur	2h	Einzelaufgabe 1: Abgabe: 20.10.2025, 12:00 Uhr		4h
Woche 7	27.10.2025	Unternehmensbewertung	2h	Modul 4: Unternehmensbewertung	1h	Einzelaufgabe 2: Start: 27.10.2025, 16:00 Uhr	3h	3h
Woche 8	03.11.2025	Übung 2	2h	Vorbereitung Übung 2	4h	Einzelaufgabe 2	3h	9h

Lernziele

Nach Abschluss des Moduls «**Unternehmensbewertung**» sind Sie in der Lage ...

- die **Grundbegriffe** der Unternehmensbewertung richtig zu verwenden.
- die wichtigsten **Unternehmensbewertungsverfahren** zu beschreiben.
- den Begriff «Stille Reserven» zu erklären und den Zusammenhang zum Substanzverfahren zu erkennen.
- den Begriff der Kapitalkosten zu definieren.
- einfache **Beispiele** von Unternehmensbewertungsverfahren selber **rechnen zu** können.

1. **Einführung**
2. Substanzwert
3. Ertragswert und DCF



Praxisbeispiel

Textilmaschinenengeschäft von Oerlikon geht an Rieter

OC Oerlikon ist als Industriekonglomerat bald Geschichte. Nach dem geplanten Verkauf des Textilmaschinenherstellers Barmag an Rieter wird der Konzern mit Sitz im schwyzerischen Pfäffikon nur noch in der Beschichtung von Oberflächen unter anderem für die Autobranche und die Luxusgüterindustrie tätig sein. Anleger reagierten am Dienstag erfreut auf die Veräusserung, die Oerlikon 713 Millionen Franken einbringen wird. Der Aktienkurs stieg bis zum Handelsschluss um 18,6 Prozent auf 4.01 Franken. Die meisten Marktbeobachter waren von einem geringeren Verkaufserlös ausgegangen. So hatten die Analytiker der Zürcher Kantonalbank lediglich mit 550 bis 650 Millionen Franken gerechnet. Bei Baader Europa sprach man von einem «attraktiven» Preis, auch wenn sich die Vertreter dieses Finanzhauses, wie sie anmerkten, eine noch leicht höhere Bewertung erhofft hatten.

Die Anlagen von Barmag werden für die Herstellung von Fasern aus Kunststoff sowie Produkten aus Polymeren verwendet. Abnehmer der damit gefertigten Gewebe sind neben der Bekleidungsbranche auch die Automobil- und die Verpackungsindustrie sowie die Medizintechnik. Barmag bedient damit einen deutlich breiteren Markt als der Winterthurer Traditionskonzern Rieter, dessen Spinnereimaschinen Garne aus den Naturprodukten Baumwolle und Leinen fertigen. Die Rieter-Kundschaft liefert ihre Produkte fast ausschliesslich in den Bekleidungsbereich. Für Thomas Oetterli, den Konzernchef von Rieter, scheint mit dem Erwerb von Barmag ein langgehegter Wunsch in Erfüllung zu gehen. Dies sei eine Gelegenheit, die man nur einmal im Leben habe, schwärmte er an einer Telefonkonferenz. Der Aktienkurs von Rieter stieg am Dienstag gleichwohl nur geringfügig um 0,4 Prozent auf 71.70 Franken. Offenbar sind sich manche Investoren noch nicht sicher, ob Rieter der erhoffte Sprung nach vorn wie geplant gelingen wird.

<https://www.nzz.ch/wirtschaft/dank-spuhler-und-haefner-textilmaschinenengeschaeft-von-oerlikon-geht-an-rieter-ld.1883016>, publiziert am 6.05.2025, abgerufen am 22.10.2025

Anlässe für eine Unternehmensbewertung

- Wann wird eine Unternehmensbewertung vorgenommen?
 - Kauf bzw. Verkauf von Unternehmungen oder Unternehmungsteilen
 - Fusionen und Übernahmen → M&A (Mergers & Acquisitions)
 - Erstmaliger Gang an die Börse → IPO (Initial Public Offering)
 - Analyse einer Unternehmung im Hinblick auf Strukturveränderungen und andere Managemententscheidungen
 - Aufnahme oder Ausscheiden von Gesellschaftern
 - Aufnahme, Erhöhung oder Verlängerung von Krediten
 - Gerichtliche oder schiedsgerichtliche Auseinandersetzung
 - Teilung nach Erbrecht oder ehelichem Güterrecht

Grundsatzfragen

- Investitionsrechnung
 - Wie gross ist der Wert einer Investition?
- Unternehmensbewertung
 - Wie gross ist der Wert einer Unternehmung?
- Grundprobleme
 - Unternehmenswert ist subjektiv
 - Unternehmenswert ist meist grösser als die Summe der einzelnen Vermögenswerte

Aktiva	Bilanz	Passiva

	Bilanzsumme	Börsenwert
Nestlé	140 Mrd.	316 Mrd.
Nvidia	112 Mrd.	4'457 Mrd.

Daten von Yahoo Finance

1. Einführung
2. **Substanzwert**
3. Ertragswert und DCF



Substanzwertmethode

- Der Substanzwert entspricht der Summe aller Vermögenswerte.
 - Informationen aus der Bilanz
 - Zeitbezug: Gegenwart
 - «Objektive» Bilanzbetrachtung, d.h. bereinigt um die stillen Reserven
- Berechnung des Substanzwerts:

Substanzwert brutto

Aktiva	Passiva

Substanzwert netto

Aktiva	Passiva

Stille Reserven

- Definition
Differenz zwischen Bilanzwert der Vermögensteile (Buchwert aus der Finanzbuchhaltung) und tatsächlichem Wert (Marktwert)
 - Stille Reserven sind gegen aussen nicht sichtbare Reserven.
 - Sie sind Bestandteil des Eigenkapitals.
- Obligationenrecht (OR) ...
 - verlangt, dass die Rechnungslegung vorsichtig ist
 - legt Höchstwerte fest (Anschaffungs-/Herstellkosten)
- Wie werden stille Reserven gebildet?
 - Unterbewertung von Aktiven (Vorräte, Mobilien, Immobilien)
 - Überbewertung von Passiva (Rückstellungen)

– III. Grundsätze ordnungsmässiger Rechnungslegung

– Art. 958c

¹ Für die Rechnungslegung sind insbesondere die folgenden Grundsätze massgebend:

1. Sie muss klar und verständlich sein.
2. Sie muss vollständig sein.
3. Sie muss verlässlich sein.
4. Sie muss das Wesentliche enthalten.
5. Sie muss vorsichtig sein.
6. Es sind bei der Darstellung und der Bewertung stets die gleichen Massstäbe zu verwenden.
7. Aktiven und Passiven sowie Aufwand und Ertrag dürfen nicht miteinander verrechnet werden.

– Art. 960

¹ Aktiven und Verbindlichkeiten werden in der Regel einzeln bewertet, sofern sie wesentlich sind und aufgrund ihrer Gleichartigkeit für die Bewertung nicht üblicherweise als Gruppe zusammengefasst werden.

² Die Bewertung muss vorsichtig erfolgen, darf aber die zuverlässige Beurteilung der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens nicht verhindern.

³ Bestehen konkrete Anzeichen für eine Überbewertung von Aktiven oder für zu geringe Rückstellungen, so sind die Werte zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

– II. Aktiven

– 1. Im Allgemeinen

– Art. 960a

¹ Bei ihrer Ersterfassung müssen die Aktiven höchstens zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten bewertet werden.

Stille Reserven: Bereinigung

- Ziel der Unternehmensbewertung: Möglichst korrekte Werte → Werte aus der externen Buchhaltung müssen bereinigt werden
 - Unterscheidung zwischen
 - stillen Reserven, die in der Vergangenheit/in den Vorperioden gebildet wurden → Nur Bilanz (nicht erfolgswirksam)
 - stillen Reserven, die im laufenden Geschäftsjahr gebildet wurden → Bilanz und Erfolgsrechnung
- Beispiel:
 - Der Verkehrswert der Immobilien per Ende 2023 betrug 410.
 - Dieser hat sich seither nicht verändert. Die Fahrzeuge wurden im Jahr 2024 um 20 zu viel abgeschrieben.

Bilanz per 31.12.2024

Aktiva	extern	intern	Passiva	extern	intern
Liquide Mittel	60		Kurzfristiges FK	100	
Debitoren	80		Langfristiges FK	300	
Vorräte	100		Aktienkapital und Res.	180	
Fahrzeuge	40		Reingewinn	60	
Immobilien	360		Stille Reserven Bilanz		
TOTAL	640		TOTAL	640	

Erfolgsrechnung 2024	extern	intern
Verkaufsumsatz	840	
Materialaufwand	510	
Betriebsaufwand	220	
Abschreibungen	40	
FK-Zinsen	10	
Reingewinn	60	

1. Einführung
2. Substanzwert
3. **Ertragswert und DCF**



Kapitalkosten als Diskontsatz

— Definition

- Kapitalkosten sind die Kosten, die einem Unternehmen für die Beschaffung und Bereitstellung von Kapital entstehen.
- Aus Investorensicht sind Kapitalkosten die erwartete Rendite auf das investierte Kapital.

— Kapitalkostenarten

- Fremdkapitalkosten: Explizite Kapitalkosten als vertraglich vereinbarte Zinszahlungen
- Eigenkapitalkosten: Implizite Kapitalkosten als Opportunitätskosten. Eigentümer erwarten eine Rendite in Form von Dividenden oder Kurssteigerungen, auch wenn diese nicht vertraglich fixiert sind.
- Gesamtkapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital): Durchschnittliche, gewichtete Kapitalkosten für eingesetztes Gesamtkapital

— Verwendung

- Kapitalkosten dienen als Diskontsatz in der Investitionsrechnung zur Bewertung von Projekten und Investitionen und in der Unternehmensbewertung.
- Bewertung auf Eigenkapitalebene: Eigenkapitalkosten als relevanter Diskontsatz
- Bewertung auf Gesamtkapitalebene: WACC als relevanter Diskontsatz

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

- Der WACC (durchschnittliche Kapitalkosten) dient zur Diskontierung der künftigen, erwarteten Gewinne oder Cash-flows.
- $$WACC = \frac{EK \cdot k_{EK} + FK \cdot k_{FK}}{GK}$$
 - EK: Eigenkapital
 - FK: Fremdkapital
 - GK: Gesamtkapital
 - k_{EK} : Kosten des Eigenkapitals
 - k_{FK} : Kosten des Fremdkapitals
- Um den Unternehmenswert zu erhöhen, muss das Unternehmen versuchen, den WACC so tief wie möglich zu halten.
- Beispiel
 - Fremdkapital: 100
 - k_{FK} : 6%
 - Eigenkapital: 200
 - k_{EK} : 12%

Ertragswertmethode: Definition

- Der Ertragswert entspricht der Summe aller diskontierter Gewinne in der Zukunft.
 - Informationen aus der Erfolgsrechnung
 - Zeitbezug: Zukunft

Aktiva	Bilanz	Passiva

Aufwand	ER	Ertrag

Ertragswertmethode: Vorgehen

— Diskontierung konstanter, nachhaltiger Gewinne

— Ertragswert:
$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Gewinn}}{(1+k)^t} = \frac{\text{Gewinn}}{k}$$

— Brutto- / Netto-Ansatz

— Ertragswert netto direkt:
$$\frac{\text{Reingewinn}}{k_{EK}}$$

— Ertragswert brutto:
$$\frac{\text{Reingewinn} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{WACC}}$$

— Ertragswert netto:
$$\frac{\text{Reingewinn} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{WACC}} - \text{FK}$$

Mittelwertverfahren: Praktikermethode

Kombination zwischen Substanzwert (SW) und Ertragswert (EW)

— Wiener Methode:
$$MW_W = \frac{SW + EW}{2}$$

— Schweizer Methode:
$$MW_S = \frac{1 \cdot SW + 2 \cdot EW}{3}$$

Beispielaufgabe

Aktiva		Externe Bilanz 2024		Passiva	
Liquide Mittel	60	Kurzfristiges FK	100		
Debitoren	80	Langfristiges FK	300		
Vorräte	100				
Fahrzeuge	40	Aktienkapital und Res.	180		
Immobilien	360	Reingewinn	60		
	<u>640</u>				<u>640</u>

Erfolgsrechnung 2024	
Verkaufsumsatz	840
Materialaufwand	510
Betriebsaufwand	220
Abschreibungen	40
FK-Zinsen	10
Reingewinn	<u>60</u>

— Zusätzliche Angaben:

- Der Verkehrswert der Immobilien per Ende 2023 beträgt 410. Dieser hat sich seither nicht verändert.
- Es kann davon ausgegangen werden, dass der im Jahr 2024 erzielte Gewinn auch in Zukunft nachhaltig erwirtschaftet wird.
- Der WACC beträgt 8%.

— Aufgabenstellung:

- Berechne folgende Brutto – und Nettowerte: Substanzwert, Ertragswert und Unternehmenswert nach Schweizer Methode.

Beispielaufgabe: Lösung

Aktiva		Interne Bilanz 2024		Passiva	
Liquide Mittel	60	Kurzfristiges FK	100		
Debitoren	80	Langfristiges FK	300		
Vorräte	100				
Fahrzeuge	40	Aktienkapital und Res.	180		
Immobilien		Reingewinn	60		
TOTAL		TOTAL			

Erfolgsrechnung 2024	
Verkaufsumsatz	840
Materialaufwand	510
Betriebsaufwand	220
Abschreibungen	40
FK-Zinsen	10
Reingewinn	<u>60</u>

Substanzwert:

Ertragswert:

Mittelwertverfahren (Schweizer Methode):

Goodwill

- Goodwill = Ertragswert – Substanzwert
- Definition
Sämtliche immateriellen Vermögenswerte, die nicht bilanzierbar oder nicht bilanzierungsfähig sind.
- Gründe für Goodwill
 - Know-how
 - Qualität der Mitarbeitenden und des Managements
 - Patente
 - Name
 - Standorte
 - Marktanteile

Discounted Cash-flow-Methode

— Diskontierung aller zukünftigen Cash Flows (Free Cash Flows) → Cash-flows, die nach Abzug aller Investitionen übrig bleiben.

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Folgejahre
Gewinn vor Zinsen	48	50	52	58	65	70
Abschreibungen	36	38	38	40	40	40
Veränderung des operativen Nettoumlaufvermögens	-4	-5	-6	-6	-5	0
Investitionen ins Anlagevermögen	-40	-33	-54	-32	-30	-40
Free Cash-flows (FCF)	40	50	30	60	70	70

— Annahmen:

— WACC 10%

— Fremdkapital im Jahr 0 beträgt 120

Quelle: abgeändertes Beispiel nach Volkart, R.: Rechnungswesen und Informationspolitik, Zürich 2001, 1. Auflage, S. 35

Discounted Cash-flow-Methode: Lösung

	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Folge- jahre
Gewinn vor Zinsen	48	50	52	58	65	70
Abschreibungen	36	38	38	40	40	40
Veränderung des operativen Nettoumlaufvermögens	-4	-5	-6	-6	-5	0
Investitionen ins Anlagevermögen	-40	-33	-54	-32	-30	-40
Free Cash-flows (FCF)	40	50	30	60	70	70
FCF-Barwerte Jahre 1-5	36.36	41.32	22.54	40.98	43.46	70.00
FCF-Barwerte Jahre 6ff.						434.64
Unternehmenswert brutto						
- Wert Fremdkapital						
Unternehmenswert netto						