



Open Education Platform  
for Management Schools

Publikationstyp: Lehrmaterialien

## Unternehmensnachfolge mittels MBO

Version Nr. 1, 1. Oktober 2021

Bechtiger, Pascal

Gehrig, Marco

Ostschweizer Fachhochschule OST

Publiziert auf: [www.oepms.org](http://www.oepms.org)  
Unter doi: 10.25938/oepms.259



Open Education Platform  
for Management Schools

# Unternehmensnachfolge mittels MBO

Version Nr. 1, 1. Oktober 2021

Bechtiger, Pascal

Gehrig, Marco

Ostschweizer Fachhochschule OST

Publikationsform: Fallstudie

Institution: Ostschweizer Fachhochschule OST

Schlüsselbegriffe: Unternehmensnachfolge; Management Buy Out;  
Unternehmensbewertung; Finanzplanung

Einsatzbereich: Bachelorstudierende, Masterstudierende,  
Weiterbildung

Lizenz:



Dieses Werk ist lizenziert unter einer [Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Zitierweise nach APA:

Bechtiger P. & Gehrig, M. (2021). Unternehmensnachfolge mittels MBO. *Open Education Platform*. Doi: 10.25938/oepms.259



# Didaktische Reflexion: Unternehmensnachfolge mittels MBO

Pascal Bechtiger<sup>a</sup> & Marco Gehrig<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Pascal Bechtiger, M.A. HSG Banking und Finance, eidg. dipl. KMU-Finanzexperte  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [pascal.bechtiger@ost.ch](mailto:pascal.bechtiger@ost.ch)

<sup>b</sup> Marco Gehrig, Prof. Dr. oec. HSG, eidg. dipl. Wirtschaftsprüfer  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [marco.gehrig@ost.ch](mailto:marco.gehrig@ost.ch)

**Abstract.** In der Fenster AG steht eine Unternehmensnachfolge an. Der alleinige Firmeninhaber möchte den Übergabeprozess früh genug starten – insbesondere deshalb, weil die strategische, operative und finanzielle Übergabe zeitlich gestaffelt erfolgen und sich so in die Länge ziehen kann. Leider steht dem Firmeninhaber keine familieninterne Nachfolge offen (Family Buy Out), jedoch zeigen sich mehrere Mitarbeiter interessiert, sich (strategisch, operativ und/oder finanziell) an der Fenster AG zu beteiligen. Entsprechend soll überprüft werden, ob und in welcher Form ein Management Buy Out möglich ist.

## Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	2
2. Zielgruppe und Lernziele .....	3
3. Lehrplan.....	4
4. Diskussionsleitfaden.....	5

## 1. Einführung

Die vorliegende Fallstudie wurde im Jahr 2020 im Rahmen der Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten einen der Autoren entworfen und wird nun in angepasster und konsolidierter Form auf der OEP-Plattform veröffentlicht.

Bei der vorliegenden Fallstudie handelt es sich um einen realen Kundenfall, für den das Einverständnis zur Veröffentlichung vorliegt, und welcher aufgrund der Komplexität, der mannigfach möglichen Varianten und verschiedenen Lösungsansätzen sowie den daraus folgenden Abhängigkeiten mittels systemischer, vernetzter Denkweise gelöst werden muss und sich als grosse zusammenhängende Fallstudie gut eignet.

Die Fallstudie bietet Raum für unterschiedlichste Lehr- und Lernformen. So kann die Fallstudie im Kontaktunterricht als Plenums- / Diskussionsgrundlage oder alternativ als Aufgabenstellung für Gruppen- oder Einzelarbeiten mit anschliessender Plenumsdiskussion verwendet werden. Ebenso ist es denkbar, die Fallstudie thematisch aufzubrechen, schrittweise zu bearbeiten und abschliessend (beispielsweise im Plenum oder Kleingruppen) kontrovers und kritisch zu hinterfragen und gemeinsam zum grossen Ganzen zusammenzufügen.

Die Fallstudie eignet sich gut, denn er bietet verschiedene Varianten an. Es gibt nicht DEN Unternehmenswert. Unterschiedliche Ansichten zu Kapitalkosten, unterschiedliche Bereinigungen von Bilanz und Erfolgsrechnung, unterschiedliche Möglichkeiten für Finanzierungsstrukturen, etc. führen zu unterschiedlichen Unternehmenswerten – oder Unternehmenswertbandbreiten - und öffnen so das Tor für interessante, argumentgestützte Diskussionen im Klassenverbund.

Der Fall bietet einiges an Zündstoff und sorgt so für die notwendige Sensibilisierung der Studierenden auf die relevanten Fragestellungen, z.B. was sind die Treiber einer Unternehmensbewertung? Welche Inputparameter sind subjektiv, welche objektiv? Ebenso erlaubt die Fallstudie eine systematische Auseinandersetzung mit einem realen Praxisfall, was den höchstmöglichen Wissenstransfer garantiert.

Die Fallstudie wurde bereits erfolgreich auf Weiterbildungsstufe im CAS Wealth Management and der OST eingesetzt – allerdings aus Zeitgründen nicht zur selbständigen Erarbeitung der Studierenden, sondern als Illustrierung eines zusammenhängenden Praxisfalls, wobei die Aufgaben schrittweise im Plenum – vielfach direkt mit Präsentation der Lösung - nachvollzogen und kontrovers diskutiert wurden. Die Erfahrungen sowohl aus Sicht der Studierenden als auch aus Sicht der Dozierenden sind durchwegs positiv zu werten. Die Rückmeldungen der Studierenden zeigen deutlich, dass der Lerneffekt dank der Vernetzung und des Praxistransfers gross ist. Zwar wird die systemische Vorgehensweise als grosse Herausforderung angesehen, diese soll und kann aber mittels entsprechender, leitender Moderation abgefedert werden (siehe Punkt 1.3) Gleichzeitig wird jedoch, und genau von dem lebt die Fallstudie letztlich, die Interdisziplinarität und das «Durchspielen von A-Z» als besonders wertvoll und lehrreich eingestuft. Während den Diskussionen wurden automatisch die relevanten Bewertungsparameter hinterfragt und so auch die Stärken und Schwächen der jeweiligen Bewertungsmodelle identifiziert sowie die Stellhebel und Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert erkannt und kritisch reflektiert.

Kurzum: Die Fallstudie kann sowohl durch die Studierenden selbst (favorisierte und unter 1.3 aufgezeigte Variante) oder alternativ (wie es vom Autorenteam gemacht wurde) gemeinsam erarbeitet werden.

## 2. Zielgruppe und Lernziele

Die Zielgruppe besteht aus unterschiedlichen Segmenten und eignet sich für Studierende, welche sich mit der im Kontext zur Unternehmensnachfolge eingebetteten Unternehmensbewertung auseinandersetzen wollen. Das können u.a. sein

- Studierende auf Bachelor-/Masterstufe mit Vertiefungsrichtung Banking und Finance (Private Banking oder Corporate Banking)
- Studierende auf Weiterbildungsstufe, welche einen CAS/DAS/MAS mit Fokus auf Corporate Banking, Private Banking, Finanzplanung (Unternehmensnachfolge), Treuhand oder ähnliches absolvieren

Voraussetzung ist, die entsprechenden Lerninhalte werden im Lehrgang geschult oder sind bereits als Vorwissen in notwendiger Tiefe vorhanden (Unternehmensbewertung, Strategische Geschäftsmodellanalyse / wertorientierte Unternehmensführung, Finanzierungsarten, Steuern, u.a. Grundstücksgewinn, Stille Reserven, Unternehmensverkauf). In der vorliegenden Form handelt es sich um einen Einstiegsfall. Je nach gewählter Zielgruppe könnte die Fallstudie auch weiter ausgebaut und in den einzelnen Teilthemen vertieft(er) bearbeitet werden, zum Beispiel was die konkrete Umsetzung und den Umgang mit den nicht betrieblichen Vermögenswerten anbelangt, Chancen / Risikenanalysen, Sensitivitätsanalysen, welche insbesondere in der Praxis eine hohe Relevanz aufweisen, sowie die Analyse der Schnittstelle Unternehmer / Unternehmen und dessen Möglichkeiten zur Steueroptimierung.

Mit der vorliegenden Fallstudie sollen folgende Lernziele erreicht werden:

### Fachkompetenzen

- Bilanz- und Erfolgsrechnungsanalyse (geeignete Kennzahlen) als Basis für die Unternehmensbewertung interpretieren.
- Fundierte und differenzierte Unternehmensbewertung anhand von verfügbaren (und teils noch aufzubereitenden) Informationen durchführen sowie die Treiber des Unternehmenswertes identifizieren und interpretieren.
- Unternehmensbewertungen als Ausgangspunkt in den gesamten Nachfolgeprozess integrieren (Bewertung, Finanzierung und Umsetzung)

### Methodenkompetenzen

- Gängige Unternehmensbewertungsmethoden interpretieren und hinterfragen.
- Aus einer Fülle von Informationen zielgerichtet relevante Schlüsselinformationen identifizieren, strukturieren und korrekt anwenden.
- Die relevanten Problem- und Fragestellungen der Unternehmensnachfolge identifizieren sowie deren Zusammenhänge und Abhängigkeiten aufzeigen
- Basierend auf den zur Verfügung stehenden und selbst erarbeiteten Informationen und Erkenntnissen geeignete und wertstiftende Lösungsansätze (zur Bewertung, zur Finanzierung und zur Umsetzung) aufzeigen und mit einem konkreten Handlungsplan unterlegen.
- Ausgearbeitete Ergebnisse argumentativ vertreten und reflektieren sowie klar strukturiert und nachvollziehbar präsentieren.

## Selbstkompetenzen

- Aufgrund des vernetzten Denkens verschiedene Lösungsansätze zu einzelnen Frage- und Problemstellungen prüfen sowie ins grosse Ganze einordnen
- Neue Gedankengänge aufnehmen und mit dem erlernten Wissen verknüpfen
- Durch fundierte argumentative Erklärungen eigene Resultate stützen, vertreten und vertiefen
- Problemlösungs- und Bearbeitungsprozess kritisch reflektieren

### 3. Lehrplan

Die Fallstudie kann zum Beispiel wie folgt bearbeitet werden

1. Durchlesen der Fallstudie inkl. Fragerunde im Plenum (1 Lektion)
2. Selbständige Bearbeitung durch die Studierenden vorzugsweise in Kleingruppen oder als Einzelarbeit (4 Lektionen)
3. Vorstellen und Vertreten der Ergebnisse im Plenum (2 - 4 Lektionen, je nach Klassengrösse)
  - a. Kritische Reflexion der erarbeiteten Erkenntnisse
  - b. Besprechen von Alternativen Lösungsmöglichkeiten
  - c. Vertiefende Fach- und Verständnisdiskussion

Wie bereits erwähnt, eignet sich die Fallstudie insbesondere als Gruppenarbeit mit anschliessender Plenumsdiskussion. Die Gestaltungsmöglichkeiten sind aber gross, zumal sich der Case auch sehr gut in seine fachlichen Einzelthemen unterteilen, in Etappen (als Einzel- oder Gruppenarbeit) bearbeiten und zuletzt zu einem grossen Ganzen zusammenfügen lässt. Oder die Fallstudie kann – wie die im vorliegenden Fall durch das Autorenteam durchgeführte Variante – bereits von Anfang an im Plenum, mit oder ohne direkten Bezug des Lösungsansatzes, schrittweise zusammen erarbeitet und diskutiert werden. Weil die Fallstudie eine gewisse Komplexität mit sich bringt, empfiehlt sich – ergänzend zu Schritt 1 die Erarbeitung mit Unterstützungsangeboten (Fragemöglichkeiten, erklärende Ausführungen) und leitender Moderation zu begleiten. Alternativ bietet sich ein Erarbeiten der Fallstudie (Schritt 1 und 2) im begleiteten Selbststudium an; das kann wiederum schrittweise oder einmalig erfolgen. Im Anschluss kann die Fallstudie im Plenum besprochen, unterschiedliche Lösungen präsentiert, analysiert und gemeinsam kritisch reflektiert werden (Schritt 3).

#### 4. Diskussionsleitfaden

Die Fallstudie beschreibt eine komplexe Ausgangssituation in der von den Studierenden unterschiedliche Schlüsse zu Teilfragen gezogen werden können. Entsprechend unterschiedlich können die konkret ausgearbeiteten Lösungsvorschläge ausfallen. Hauptknackpunkte, welche adressiert und bearbeitet werden sollten, sind die folgenden

- Bereinigung der Bilanz / Erfolgsrechnung (stille Reserven, nicht betriebliche Vermögenswerte)
- Zusammensetzung der Kapitalkosten (Eigenkapitalkosten, Fremdkapitalkosten, Gewichtung WACC)
- Inputparameter für Unternehmensbewertungen (nachhaltiger Gewinn, nachhaltiger FCF, etc.)
- Umgang mit nicht betrieblichen Vermögenswerten (Veräußerung vor dem eigentlichen Unternehmensverkauf, Varianten für steueroptimierte Entnahme dieser nicht betrieblichen Substanz)

Ein ausführlicher Lösungsvorschlag ist im Dokument «Lösungsskizze» ersichtlich. Anzumerken gilt hier, dass die Fallstudie auf unterschiedliche Art und Weise, mit unterschiedlichen Schwerpunkten und unterschiedlichen Inputparametern (z.B. Kapitalkosten) gelöst werden kann – wichtig scheint deshalb nebst fachlich «korrekten» Ausführungen insbesondere das transparente Aufzeigen was, wie und wieso berechnet und analysiert wurde (und was wieso nicht) und nachvollziehbares und fundiertes Begründen für die ausgearbeiteten Lösungsvorschläge, Empfehlungen und Massnahmen.



## Lösungsskizze

# Unternehmensnachfolge mittels MBO

Pascal Bechtiger<sup>a</sup> & Marco Gehrig<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Pascal Bechtiger, M.A. HSG Banking und Finance, eidg. dipl. KMU-Finanzexperte  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [pascal.bechtiger@ost.ch](mailto:pascal.bechtiger@ost.ch)

<sup>b</sup> Marco Gehrig, Prof. Dr. oec. HSG, eidg. dipl. Wirtschaftsprüfer  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [marco.gehrig@ost.ch](mailto:marco.gehrig@ost.ch)

**Abstract.** In der Fenster AG steht eine Unternehmensnachfolge an. Der alleinige Firmeninhaber möchte den Übergabeprozess früh genug starten – insbesondere deshalb, weil die strategische, operative und finanzielle Übergabe zeitlich gestaffelt erfolgen und sich so in die Länge ziehen kann. Leider steht dem Firmeninhaber keine familieninterne Nachfolge offen (Family Buy Out), jedoch zeigen sich mehrere Mitarbeiter interessiert, sich (strategisch, operativ und/oder finanziell) an der Fenster AG zu beteiligen. Entsprechend soll überprüft werden, ob und in welcher Form ein Management Buy Out möglich ist.



## Inhalt

1. Bilanz- und Erfolgsrechnungsanalyse .....	3
2. Vorschlag Kapitalkosten (als Grundlage für Unternehmensbewertung).....	4
3. Vorschlag Substanzwert (Ziel 3) .....	6
4. Vorschlag Ertragswert (Ziel 3).....	9
5. Vorschlag Mittelwert (Ziel 3).....	11
6. Vorschlag DCF (Ziel 3).....	12
7. Vorschlag Multiplikatoren (Ziel 3).....	15
8. Vorschlag Festlegung Unternehmenswert (als Ausgangswert für Finanzierung) .....	17
9. Vorschlag Finanzierung (ohne Minderheitsbeteiligung) (Ziel 4).....	17
10. Vorschlag Finanzierung (mit Minderheitsbeteiligung) (Ziel 4).....	19
11. Exkurs: Einstufige / Zweistufige Übertragung (Ziel 4).....	20
12. Umgang mit nicht betrieblichen Vermögenswerten (Ziel 5).....	23
13. Vorschlag Projektplan (Ziel 6) .....	25
14. Literaturverzeichnis .....	26

### **Quellenhinweis:**

*Der vorliegende Lösungsvorschlag wurde durch einen der Autoren im Rahmen der Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten ausgearbeitet. Die Diplomarbeit wurde angenommen und die höhere Fachprüfung bestanden. Der Lösungsvorschlag bezieht sich folglich insbesondere auf folgende Quelle:*

*Pascal Bechtiger, P. (2020). Unternehmensnachfolge der Fester AG. Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten. IAF.*

*Weitere verwendete Quellen wurden explizit angegeben.*

## 1. Bilanz- und Erfolgsrechnungsanalyse

Die Formeln für die ausgewählten Finanzzahlen sowie die Branchenvergleichswerte stammen aus den Buchhaltungsergebnissen schweizerischer Unternehmen des BFS (BFS, 2020). Als Vergleichswerte wurde die Branche Code 71; Architektur und Ingenieurbüros gewählt. Die aktuelle Liquidität ist sicherlich zu hoch, weshalb das bestehende Bankdarlehen über CHF 200'000 mit einem Grossteil der liquiden Mittel verrechnet und gleichzeitig nicht betrieblich notwendige Liquidität abgebaut wird. Die Fenster AG ist buchhalterisch und im Vergleich zur Branche durchwegs gut aufgestellt:

Kennzahl	Berechnung	Richtwert	Fenster AG 2018	Fenster AG 2019	Fenster AG bereinigt <sup>2)</sup>	Branche <sup>1)</sup>
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenfinanzierungsgrad	$\frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times 100$	sollte > 20% sein	29.92%	32.78%	52.36%	19.40%
Liquiditätsgrad 2	$\frac{\text{Flüssige Mittel} + \text{Forderungen}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}} \times 100$	sollte > 100% sein	280.49%	239.31%	168.60%	91.80%
Anlagedeckungsgrad 2	$\frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfr. Fremdkapital}}{\text{Anlagevermögen}} \times 100$	sollte > 100% sein	157.36%	164.13%	266.12%	36.70%
<b>Erfolgsrechnungsanalyse</b>						
Gesamtkapitalrendite	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Gesamtvermögen}} \times 100$	sollte > 3% sein	12.26%	10.99%	31.71%	13.00%
Eigenkapitalrendite	$\frac{\text{Reingewinn} - \text{Reinverlust}}{\text{Eigenkapital}} \times 100$	sollte > 5% sein	33.62%	27.40%	49.38%	86.50%
<b>Cashflowanalyse</b>						
Cashflow-Marge	$\frac{\text{Cashflow}}{\text{Umsatz}} \times 100$	sollte > 2% sein	-	16.09%	14.38%	11.70%
<b>Aktivitätskennzahlen</b>						
Kapitalumschlag	$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Gesamtkapital}} \times 100$	-	0.82	0.79	1.70	0.60
<b>Wertschöpfung</b>						
Umsatz je Mitarbeiter	$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Anzahl Mitarbeiter}}$	-	CHF 100'000	CHF 105'000	CHF 105'000	-
Personalaufwand je Mitarbeiter	$\frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Anzahl Mitarbeiter}}$	-	CHF 75'000	CHF 75'500	CHF 75'500	-

<sup>1)</sup> Branche Code 71; Architektur und Ingenieurbüros

<sup>2)</sup> Nicht betriebliche Liegenschaft und CHF 200'000 nicht betriebliche Liquidität (verrechnet mit Bankdarlehen) rausgerechnet; nur noch betriebliche Bilanz- und Erfolgsrechnungspositionen; siehe Abbildung 7: Finanzplan der Fenster AG sowie Abbildung 9: Bereinigte Bilanz

Das Geschäftsmodell ist nachhaltig, diversifiziert und schafft Mehrwert. Entsprechend ist der vorliegende Finanzplan durchwegs plausibel.

## 2. Vorschlag Kapitalkosten (als Grundlage für Unternehmensbewertung)

Die Kapitalkosten<sup>1</sup> werden mithilfe verschiedener Quellen hergeleitet:

Quelle	Risikoloser Zinssatz $r_f$	Fremdkapitalzins $r_{fk}$	Beta-Wert $\beta$	Marktrisikoprämie $mrp$	Eigenkapitalrendite $r_{ek}$	WACC <sub>Tax</sub>
<b>SNB</b> (SNB, 2020)	-0.389% (Bundesobligation 10 Jahre)	-	-	-	-	-
<b>KPMG</b> (Castedello, 2020)	0%	3.2%	0.91	5.7% (Total CH)	8.9% <sup>2</sup> (inkl. Korrekturfaktoren)	7.4%
<b>Damoderan</b> (Damodaran, 2020)	-	-	0.87	-	-	-
<b>Experte</b> (Fasel, 2020)	0%	-	-	-	9.4% (Markt 6.0% & UG 3.4%)	-
<b>Eigentümer</b> (Fasel, 2020)	0%	2.5% (langjähriger Durchschnitt)	-	-	7.0% (Markt 4.0% & UG 3.0%)	-

**CAPM-Modell**

Einfacher Risikokomponenten-Ansatz

<sup>1</sup> Branche «Industrial Manufacturing»

<sup>2</sup> Plausibilisierung: zur Berücksichtigung von besonderen Risiken können folgende Zuschläge gemacht werden (Schmitt T., 2020)

- Zuschlag 0.5% - 1.0% für kleinere Unternehmen
- Zuschlag 2.5% – 4.0% für spezifisches Unternehmerrisiko

Zur Berechnung der Eigenkapitalkosten verwendete KPMG im CAPM einen Korrekturfaktor von 3.71%, was durchaus plausibel erscheint (8.9% = 0% + 0.91 (5.7%) + 3.71%)

### Berechnung Eigenkapitalkosten $r_{ek}$

Die Eigenkapitalkosten werden mittels Konsolidierung obiger Parameter mithilfe des CAPM wie folgt hergeleitet:

$$r_{ek} = r_f + \beta (\text{mrp}) + \text{Korrekturfaktoren} = 0.0\% + 0.9 (6.0\%) + 3.5\% = 8.9\%$$

wobei Marktisikoprämie  $\text{mrp} = \text{Marktrendite } r_m - \text{Risikoloser Zinssatz } r_f$

Korrekturfaktoren (Schmitt T. , 2020):

1% für kleinere Unternehmen & 2.5% für spezifisches Unternehmensrisiko = Total 3.5%

**Verwendete Eigenkapitalkosten  $r_{EK}$  für die Unternehmensbewertung: 9.00%**

### Berechnung Gesamtkapitalkosten $WACC_{Tax}$ <sup>3</sup>

Die Berechnung der Kapitalkosten bezieht sich auf die bereinigte Bilanz (mit Berücksichtigung der Stillen Reserven, ohne nicht betriebliche Liegenschaft sowie verrechneter nicht betrieblicher Liquidität:

$$EK/GK * r_{ek} + FK/GK * r_{fk} * (1-T_{ax}) = 322/615 * 9.0\% + 293/615 * 3.0\% * (1-0.1696) = 5.9\%$$

**Verwendete Gesamtkapitalkosten  $WACC_{Tax}$  für Unternehmensbewertung: 6%**

---

<sup>3</sup> Die Gewichtung der Gesamtkapitalkosten kann auf verschiedene Arten berechnet werden; so z.B. über Markt / Buchwerte, Aktuelle / Zielkapitalstruktur, Verschuldung / gesamtes FK oder mit / ohne Steuern. (Turnes & Hauser, 2019) Im Rahmen dieser Abschlussarbeit wird vereinfachend auf das gesamte aktuelle Fremdkapital abgestützt.

### 3. Vorschlag Substanzwert (Ziel 3)

Als Ausgangspunkt zur Berechnung des Substanzwerts dient die aktuelle geprüfte Jahresrechnung (siehe Anhang 4 Fallstudie). Die Aktiven und Passiven aus der Bilanz werden nach Aufrechnen von stillen Reserven einzeln nach Fortführungswerten bewertet und schliesslich aufsummiert. Die nicht-betriebsnotwendigen Vermögenswerte werden ausgesondert und separat ausgewiesen, wobei diese nach fiktiven Veräusserungspreisen bewertet werden. Begründet wird dies u. a. damit, dass diese neutralen Positionen abgespalten und an Dritte verkauft werden könnten, weil sie für die operative Leistungserstellung nicht notwendig sind. (Turnes & Hauser, 2019)

Bilanzposition	externer Bilanzwert in CHF	Werte gerundet in TCHF	nicht-betriebliche Werte in TCHF	Stillen Reserven in TCHF	Latente Steuern in TCHF	interner Bilanzwert in TCHF, betrieblich
<b>Umlaufvermögen</b>		<b>694</b>				<b>494</b>
Liquide Mittel	343'955	344				144
Forderungen L&L	350'000	350				350
<b>Anlagevermögen</b>		<b>630</b>				<b>121</b>
Mobiliar	37'000	37				37
EDV	13'500	14			25	39
Fahrzeuge	35'000	35			10	45
Liegenschaft	544'500	544		-544		0
<b>Total Aktiven</b>	<b>1'323'955</b>	<b>1'324</b>				<b>615</b>
<b>Kurzfristiges Fremdkapital</b>		<b>290</b>				<b>293</b>
Verbindlichkeiten L&L	55'000	55				55
Kontokorrent	125'000	125				125
Dividendenschulden	55'000	55				55
Steuerrückstellung	5'000	5				5
Corona-Rückstellung	50'000	50				50
Latente Steuern Stille Reserven						3
<b>Langfristiges Fremdkapital</b>		<b>600</b>				<b>0</b>
Bankschulden	200'000	200		-200		0
Hypothek	400'000	400		-400		0
<b>Eigenkapital</b>		<b>434</b>				<b>322</b>
Aktienkapital	150'000	150				150
Kapitalreserven	100'000	100				100
Gewinnreserven	183'955	184				184
Bestand an Stillen Reserven					35	32
Ausgliederung n.b.Verm.				-144		-144
<b>Total Passiven</b>	<b>1'323'955</b>	<b>1'324</b>				<b>615</b>

Nicht betriebliche Liquidität: CHF 200'000 Liquidität werden verwendet, um das nicht benötigte Bankdarlehen zurückzuzahlen

Die nicht betriebliche Liegenschaft wird vorerst aus der Bilanz ausgesondert; die Bewertung und das Ausweisen allfälliger Stillen Reserven folgt zu einem späteren Zeitpunkt

Stille Reserven bestehen auf dem Anlagevermögen; das löst entsprechend latente Steuern aus, welche mit dem Eigenkapital verrechnet und als Latente Steuerlast ausgewiesen werden

Die Bewertung der nicht betrieblichen Liegenschaft erfolgt mit der Ertragswertmethode, wobei die Mieterträge mit einem adäquaten Zinssatz kapitalisiert werden. Der Referenzzinssatz (Fremdkapitalkosten) liegt aktuell bei 1.25% (HEV, 2020). Zusätzlich zu den Fremdkapitalkosten können Zuschläge zwischen 1.5% - 2.0% für den Unterhalt und die Verwaltung der Liegenschaft, sowie ein angemessener Risikozuschlag zur Berechnung des Kapitalisierungssatzes berücksichtigt werden: (Frei, 2020)

• Referenzzinssatz	1.25%	}	Kapitalisierungssatz 3.5%
• Unterhalt und Verwaltung	1.50%		
• Risikozuschlag	0.75%		

Der Marktwert der nicht betrieblichen Liegenschaft kann wie folgt hergeleitet werden:

<b>Marktwert nicht betriebliche Liegenschaft (in TCHF)</b>	
Mietzinseinnahmen Liegenschaft	25
Kapitalisierungssatz	3.50%
<b>Marktwert nicht betriebliche Liegenschaft</b>	<b>714</b>

Der Marktwert der nicht betrieblichen Liegenschaft liegt bei rund CHF 714'000. Dieser Wert scheint plausibel, zumal der Steuerwert im Kanton SG i.d.R. ca. 80% unter dem Marktwert (Steuerwert CHF 580'000 / 80% = CHF 725'000) liegt. Der Kanton St. Gallen besteuert aus einem allfälligen Verkauf der Liegenschaft resultierende Grundstückgewinne nach dem dualistischen System. Im dualistischen System werden Grundstückgewinne juristischer Personen nicht mit der Grundstückgewinnsteuer, sondern mit der «normalen» Gewinnsteuer erfasst (Huber, 2020).

Der Substanzwert bildet einen Ankerpunkt bei der Berechnung des Unternehmenswertes und ist insbesondere als Ausgangswert für weitere Bewertungen sowie als absolute Preisuntergrenze zu verstehen (Schmitt, 2019) Der Substanzwert beinhaltet alle betrieblichen Vermögenswerte, bewertet zu Wiederbeschaffungswerten, abzüglich der aktuellen und latenten Verpflichtungen gegenüber Dritten. Die nicht betrieblichen Vermögenswerte werden ausgesondert und separat zu Veräusserungswerten bewertet (Renggli, 2020).

### Ermittlung betrieblicher Substanzwert

<b>Betrieblicher Substanzwert (in TCHF)</b>	
Eigenkapital 2019	434
Ausgliederung nicht betriebliche Vermögenswerte (Liegenschaft, netto)	-144
Stille Reserven auf dem betrieblichen Vermögen	35
Latente Steuern auf den Stillen Reserven auf dem betrieblichen Vermögen <sup>1)</sup>	-3
<b>Betrieblicher Substanzwert</b>	<b>322</b>

<sup>1)</sup> zum halben Steuersatz

## Ermittlung nicht betrieblicher Substanzwert

<b>Nicht betrieblicher Substanzwert (in TCHF)</b>	
Buchwert nicht betriebliche Liegenschaft	544
Hypothek nicht betriebliche Liegenschaft	-400
Netto-Buchwert nicht betriebliche Liegenschaft	144
Marktwert nicht betriebliche Liegenschaft	714
Buchwert nicht betriebliche Liegenschaft	-544
Stille Reserven nicht betriebliche Liegenschaft	170
Netto-Buchwert nicht betriebliche Liegenschaft	144
Stille Reserven nicht betriebliche Liegenschaft	170
Latente Steuern auf den Stillen Reserven auf dem nicht betrieblichen Vermögen <sup>2)</sup>	-29
<b>Nicht betrieblicher Substanzwert</b>	<b>285</b>

<sup>2)</sup> zum vollen Steuersatz, dualistisches Steuersystem

## Ermittlung gesamter Substanzwert

<b>Gesamter Substanzwert (in TCHF)</b>	
Betrieblicher Substanzwert	322
Nicht betrieblicher Substanzwert	285
<b>Gesamter Substanzwert (betrieblich und nicht betrieblich)</b>	<b>607</b>

Der Substanzwert ist wie bereits erwähnt nicht besonders aussagekräftig – dies gilt insbesondere für die als beratender Dienstleister tätige (und somit wenig anlageintensive) Fenster AG. Im Sinne einer Plausibilisierung der nachfolgenden Unternehmensbewertungen sowie zur Definition einer Wertuntergrenze ist die Angabe des Substanzwertes aber dennoch angebracht. (Schmitt, 2019)

#### 4. Vorschlag Ertragswert (Ziel 3)

Die reine Ertragswert-Methode stützt sich auf Gewinngrössen aus der Erfolgsrechnung. Dabei werden die künftig konstanten, nachhaltigen und bereinigten Reingewinne herangezogen, welche den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen. Als Diskontsatz muss deshalb konsequenterweise<sup>4</sup> die geforderte Eigenkapitalrendite (= Eigenkapitalkosten von 9.00%) verwendet werden. Da die Ertragswert-Methode intuitiv verständlich und einfach anzuwenden ist, findet sie insbesondere bei der Bewertung von KMU oft Anwendung. (Turnes & Hauser, 2019)

Für die Schätzung des künftig konstanten, nachhaltigen und bereinigten Reingewinnes werden die Gewinne aus der Vergangenheit u.a. bereinigt um Veränderungen der Stillen Reserven, ausserordentliche sowie nicht betriebliche Aufwände und Erträge. Sinnvollerweise wird der künftige nachhaltige Erfolg mit dem arithmetischen Mittel der vergangenen 3 Jahre gebildet (Schmitt, 2019). Damit der Ertragswert der Fenster AG berechnet werden kann, muss also in einem ersten Schritt der nachhaltig bereinigte Reingewinn ermittelt (siehe auch Anhang 4 Fallstudie; zusätzliche Angaben [bereinigter Reingewinn 2017 = CHF 155'000]) werden:

<b>Nachhaltiger betrieblicher Reingewinn (in TCHF)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ausgewiesener Reingewinn		123	119
Steuern effektiv		25	24
Ausgewiesener Unternehmenserfolg vor Steuern		148	143
Bereinigung ausserordentlicher Aufwand (Corona Rückstellung)			50
Bereinigung nicht betrieblicher Zinsaufwand Bankschulden		4	3
Bereinigung nicht betriebliche Aufwände und Erträge Liegenschaft		-6	-5
Nachhaltiger betrieblicher Vorsteuergewinn		146	191
Steuern kalkulatorisch (Steuersatz 16.96%)		-25	-32
<hr/>			
<b>Nachhaltig bereinigter Reingewinn</b>	<b>155</b>	<b>121</b>	<b>159</b>

---

<sup>4</sup> weil der Reingewinn eine Gewinngrösse nach Zinsen darstellt



## Ermittlung Ertragswert

<b>Betrieblicher Ertragswert (in TCHF)</b>	
Nachhaltiger betrieblicher Reingewinn (arithmetischer Durchschnitt letzte 3 Jahre)	145
Eigenkapitalkosten	9%
<hr/>	
<b>Betrieblicher Ertragswert</b>	<b>1'611</b>
<b>Gesamter Ertragswert (in TCHF)</b>	
Betrieblicher Ertragswert	1'611
Nicht betrieblicher Substanzwert	285
<hr/>	
<b>Gesamter Ertragswert (betrieblich und nicht betrieblich)</b>	<b>1'896</b>

Der merklich höhere Ertragswert (verglichen mit dem Substanzwert) resultiert aus den stabilen und hohen erzielten Gewinnen in den vergangenen drei Jahren, was sich korrekterweise in einem bedeutenden Geschäftsmehrwert (Goodwill) widerspiegelt. Kritik verdient die Anwendung des Gewinns als manipulierbare Grösse, welche stark von Rechnungslegungs- bzw. Bewertungsstandards abhängt (z. B. stille Reserven gemäss OR). Ausserdem bestehen Unsicherheiten in der Definition des künftig nachhaltigen Gewinnes und die unrealistische Annahme eines konstanten Gewinns von heute bis in die Ewigkeit scheint zumindest abenteuerlich. (Turnes & Hauser, 2019)

## 5. Vorschlag Mittelwert (Ziel 3)

Die Mittelwertmethoden gewichten die Resultate der Substanzwert- und Ertragswert-Methode. In der Praxis am meisten Beachtung findet die Praktiker-Methode, welche den Ertragswert gegenüber dem Substanzwert doppelt gewichtet (Schmitt, 2019)

### Ermittlung Unternehmenswert mittels Mittelwert-Methode (Praktiker Methode)

<b>Betrieblicher Unternehmenswert nach Mittelwertmethode (in TCHF); Praktikermethode</b>	
Betrieblicher Substanzwert	322
Betrieblicher Ertragswert	1'611
Gewichteter betrieblicher Substanzwert (Faktor 1)	322
Gewichteter betrieblicher Ertragswert (Faktor 2)	3'222
<b>Betrieblicher Unternehmenswert nach Mittelwertmethode</b>	<b>1'181</b>

<b>Gesamter Unternehmenswert nach Mittelwertmethode (in TCHF)</b>	
Betrieblicher Mittelwert	1'181
Nicht betrieblicher Substanzwert	285
<b>Gesamter Unternehmenswert nach Mittelwertmethode (betriebl. und nicht betriebl.)</b>	<b>1'466</b>

Die Bewertung liegt aufgrund des Verfahrens gezwungenermassen zwischen Substanz- und Ertragswert. Wesentliche Übergewinne werden relativiert und der (zu) tiefe Substanzwert wird angehoben. Es handelt sich bei dieser Bewertungsmethode also um einen Kompromiss zwischen dem eher «objektiven» vergangenheitsbezogenen Substanzwert und dem «subjektiven» zukunftsbezogenen Ertragswert (je höher der Ertragswert gewichtet wird, desto subjektiver ist der Unternehmenswert). Aus finanzmarkt-theoretischer Sicht ist diese Gewichtungsmethode allerdings umstritten, da die Gewichtung letztlich willkürlich ist, der Unternehmenswert jedoch genau durch diesen Treiber wesentlich beeinflusst wird. (Turnes & Hauser, 2019).

## 6. Vorschlag DCF (Ziel 3)

Die Discounted Cash Flow Methode gilt als Best Practice innerhalb der Unternehmensbewertungsmethoden. (Turnes & Hauser, 2019) Die DCF-Bewertung basiert auf dem dynamischen Berechnungsmodell der Investitionsrechnung: Der Unternehmenswert entspricht dem Barwert aller künftig frei verfügbaren Einzahlungsüberschüsse, die dem Investor zufließen können (Free Cashflows). (Renggli, 2020) Diese für die Kapitalgeber frei verfügbaren Mittel stammen aus dem Mittelzufluss aus operativer Tätigkeit (operativer Cashflow vor Zinszahlungen), wobei zusätzlich der Mittelabfluss aus Investitionen subtrahiert wird (investiver Cashflow). (Turnes & Hauser, 2019) Die zukünftigen Free Cashflows<sup>5</sup> können mithilfe des Finanzplanes der Fenster AG (siehe Anhang 5 Fallstudie) hergeleitet werden:

Position	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	195	200	203	206	209	212	215
Steuern	-33	-34	-34	-35	-36	-36	-36
NOPAT	162	166	169	171	174	176	178
Abschreibung	10	10	10	11	12	14	16
Zunahme NUV	-15	-5	-5	-5	-6	-6	-6
Investition AV	0	-10	-15	-20	-25	-30	-35
Free Cash Flow	157	160	158	157	156	155	154

Da die FCFs nicht bis in die Ewigkeit geschätzt werden können, wird für das Ende der detaillierten Planungsperiode ein Endwert (Terminal Value, Residualwert) geschätzt. In der Praxis liegt der Zeitpunkt für den Residualwert häufig bei 5 Jahren, was der Dauer eines Investitionszyklus entspricht. (Schmitt, 2019) Die künftigen Free Cashflows eines Unternehmens müssen mit dem WACC diskontiert werden. Folglich liefert das DCF-Modell zunächst den Brutto-Unternehmenswert (Entity) 6. Durch Abzug des verzinslichen Fremdkapitals lässt sich danach der Netto-Unternehmenswert (Equity) berechnen. (Turnes & Hauser, 2019)

---

<sup>5</sup> Die Differenz zum Free Cashflow aus dem Finanzplan resultiert aus der Steuerdifferenz sowie aus dem nicht Berücksichtigen des Zinsaufwandes (Ausgangsgrösse ist der NOPAT und nicht mehr der Gewinn)

<sup>6</sup> Entity-Ansatz: Fremd- und Eigenkapital (Gesamtvermögen) wird bewertet  
=> Brutto; Gesamtkapitalkostensatz WACC und Bezugsgrösse vor Zinsen

Equity-Ansatz: Eigenkapital (Reinvermögen) wird bewertet  
=> Netto; Eigenkapitalkostensatz und Bezugsgrösse nach Zinsen

## Ermittlung Unternehmenswert mittels DCF-Methode

<b>Betrieblicher Unternehmenswert nach DCF-Methode (in TCHF)</b>						
Jahre	2020	2021	2022	2023	2024	2025
WACC	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Abzinsungsfaktor	1	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75
Free Cash Flow		158	157	156	155	154
Residualwert						2'561
Summen	-	158	157	156	155	2'715
Present Value der Summen	-	149	140	131	123	2'029
Betrieblicher Unternehmenswert Brutto (Entity)						2'571
Verzinsliches Fremdkapital						-125
<b>Betrieblicher Unternehmenswert Netto (Equity)</b>						<b>2'446</b>
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels DCF-Methode (in TCHF)</b>						
Betrieblicher Unternehmenswert mittels DCF-Methode						2'446
Nicht betrieblicher Substanzwert						285
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels DCF-Methode (betrieblich und nicht betrieblich)</b>						<b>2'731</b>

Der Vorteil der DCF-Methode liegt in den verwendeten Free Cashflows, welche zahlungsorientierte Ertragsströme darstellen, bei denen - im Gegensatz zu Gewinngrössen - kaum Bewertungsspielräume bestehen. Die aufwändige und komplexe Berechnung bzw. die unsichere Prognose derselben ist aber gleichzeitig auch ein Nachteil. Ebenso ein Nachteil ist das hohe Gewicht des Terminal Values, welcher letztlich den Löwenanteil des Unternehmenswertes ausmacht. (Turnes & Hauser, 2019)

Treiber in der DCF-Methode sind der Free Cashflow, der WACC und die Verschuldung – entsprechend hoch fällt der Unternehmenswert der Fenster AG aus. Die betriebliche Gewinnmarge ist sehr hoch und die geplanten Investitionen ins operative Umlauf- und Anlagevermögen lassen sich problemlos aus den Cashflows bezahlen, so dass jährlich ein namhafter Free Cashflow in die Bewertung einfließt. Zusammen mit dem verhältnismässig tiefen WACC und der sehr tiefen Verschuldung (tiefes verzinsliches Fremdkapital) resultiert der hohe Unternehmenswert.

Bereits geringfügige Änderungen bei den erwähnten Determinanten können den Unternehmenswert allerdings merklich verändern, was folgende Sensitivitätsanalysen<sup>7</sup> zum Ausdruck bringen

### Sensitivitätsanalyse DFC-Methode

Treiber	Veränderung	Neuer Unternehmenswert	Abweichung
Kapitalkosten WACC	5%	2'557	111
	7%	2'341	-105
Free Casflows	konstant 125	1'958	-488
	konstant 175	2'792	346
Residualwert	mit 1% Wachstumsrate	2'829	383
	mit 2% Wachstumsrate	3'403	957

<sup>7</sup> Die Sensitivitätsanalyse ist eine Methodik, mit der bewertet werden kann, wie empfindlich Kennzahlen auf kleine Änderungen von Eingangsparametern reagieren. Bei der hier verwendeten Sensitivitätsanalyse wird immer nur eine Größe unter Konstanthaltung aller anderen Größen geändert, um herauszufinden, wie sich diese isolierte Veränderung auf den Unternehmenswert der Fenster AG auswirkt.

## 7. Vorschlag Multiplikatoren (Ziel 3)

Die Multiplikatoren Methode (Multiples) gewinnt wegen ihrer Einfachheit insbesondere im KMU-Umfeld an Bedeutung. Im Gegensatz zu den vorherigen Methoden wird nicht eine isolierte Bewertung eines Unternehmens vorgenommen, sondern eine relative Bewertung mithilfe von Multiplikatoren, die anhand von Vergleichszahlen ähnlicher Betriebe abgeleitet werden. (Turnes & Hauser, 2019)

Der Unternehmenswert entspricht dabei dem Produkt aus einer Bezugsgrösse (z.B. Gewinn- oder Umsatzgrössen) des zu bewertenden Unternehmens und des über die Vergleichsunternehmen aggregierten Markt-Multiplikators. Weil die Fenster AG selber nicht operativ auf dem Bau tätig ist, sondern lediglich eine Beratungsfunktion einnimmt (ähnlich wie ein Ingenieur oder ein Fachplaner) hat sich der Autor bewusst entschieden, Multiplikatoren der «Beratenden Dienstleistung» zu verwenden (und nicht Multiplikatoren des Sektors «Bau und Handwerk»):

Branchenwerte "Beratende Dienstleistung" (KMU-Werte)	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple
Quelle: (DUB, 2020)	5.8	-
Quelle: (Renggli, 2020)	8.1	1.11
Quelle: (Schmitt, 2019)	7	1
<b>Maximaler Multiplikator <sup>1)</sup></b>	<b>8.1</b>	<b>1.11</b>

<sup>1)</sup> Der Autor hat sich bewusst für den höchsten Multiplikator entschieden, weil die Fenster AG mit ihren Finanzzahlen und ihrem wertschöpfenden Businessmodell sicherlich über dem Branchendurchschnitt liegt

Die Bezugsgrössen stellen dabei auf nachhaltigen, bereinigten Zukunftswerten ab. Für die verwendete Bezugsgrösse wird jeweils auf das arithmetische Mittel dieser Zukunftswerte abgestützt. Bei den Multiples EBIT und Umsatz handelt es sich um Bezugsgrössen vor Zinsen. Entsprechend weisen die Multiplikatoren einen Entity-Unternehmenswert (Brutto) aus, welcher erst nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals zum Equity-Unternehmenswert (Netto) wird (Turnes & Hauser, 2019).

## Ermittlung Unternehmenswert mittels EBIT-Multiplikator

Nachhaltige betriebliche Bezugsgrösse (in TCHF)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	200	203	206	209	212	215
<b>Nachhaltig betrieblicher zukünftiger EBIT (Durchschnitt)</b>						<b>208</b>
<b>Betrieblicher Unternehmenswert mittels EBIT-Multiple</b>						
Nachhaltig betrieblicher zukünftiger EBIT (Durchschnitt)						208
Branchen EBIT-Multiplikator						8.10
<b>Betrieblicher Unternehmenswert Brutto mittels EBIT-Multiple (Entity)</b>						
						<b>1'681</b>
Verzinsliches Fremdkapital						-125
<b>Betrieblicher Unternehmenswert Netto mittels EBIT-Multiple (Equity)</b>						
						<b>1'556</b>
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels EBIT-Multiple (in TCHF)</b>						
Betrieblicher Unternehmenswert mittels EBIT-Multiple						1'556
Nicht betrieblicher Substanzwert						285
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels EBIT-Multiple (betriebl. und nicht betriebl.)</b>						
						<b>1'841</b>

## Ermittlung Unternehmenswert mittels Umsatz-Multiplikator

Nachhaltiger betriebliche Bezugsgrösse (in TCHF)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Umsatz	1'071	1'092	1'114	1'137	1'159	1'182
<b>Nachhaltig betrieblicher zukünftiger Umsatz (Durchschnitt)</b>						<b>1137</b>
<b>Betrieblicher Unternehmenswert mittels Umsatz-Multiple</b>						
Nachhaltig betrieblicher zukünftiger Umsatz (Durchschnitt)						1137
Branchen Umsatz-Multiplikator						1.10
<b>Betrieblicher Unternehmenswert Brutto mittels Umsatz-Multiple (Entity)</b>						
						<b>1'251</b>
Verzinsliches Fremdkapital						-125
<b>Betrieblicher Unternehmenswert (Netto) mittels Umsatz-Multiple (Equity)</b>						
						<b>1'126</b>
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels Umsatz-Multiple (in TCHF)</b>						
Betrieblicher Unternehmenswert mittels Umsatz-Multiple						1'126
Nicht betrieblicher Substanzwert						285
<b>Gesamter Unternehmenswert mittels Umsatz-Multiple (betriebl. und nicht betriebl.)</b>						
						<b>1'411</b>

Bei der Multiplikator-Methode bestehen einige Ermessensspielräume, insbesondere

- Auswahl der Vergleichsunternehmen
- Auswahl der anzuwendenden Multiplikatoren

Zudem kann es sein, dass eine Marktbewertung eines Vergleichsunternehmens verfälscht bzw. verzerrt ist. Die Multiplikator-Methode übernimmt deshalb häufig die Funktion einer Plausibilitätskontrolle oder als schnell und einfach ermittelter Indikatorwert. (Turnes & Hauser, 2019)

## 8. Vorschlag Festlegung Unternehmenswert (als Ausgangswert für Finanzierung)

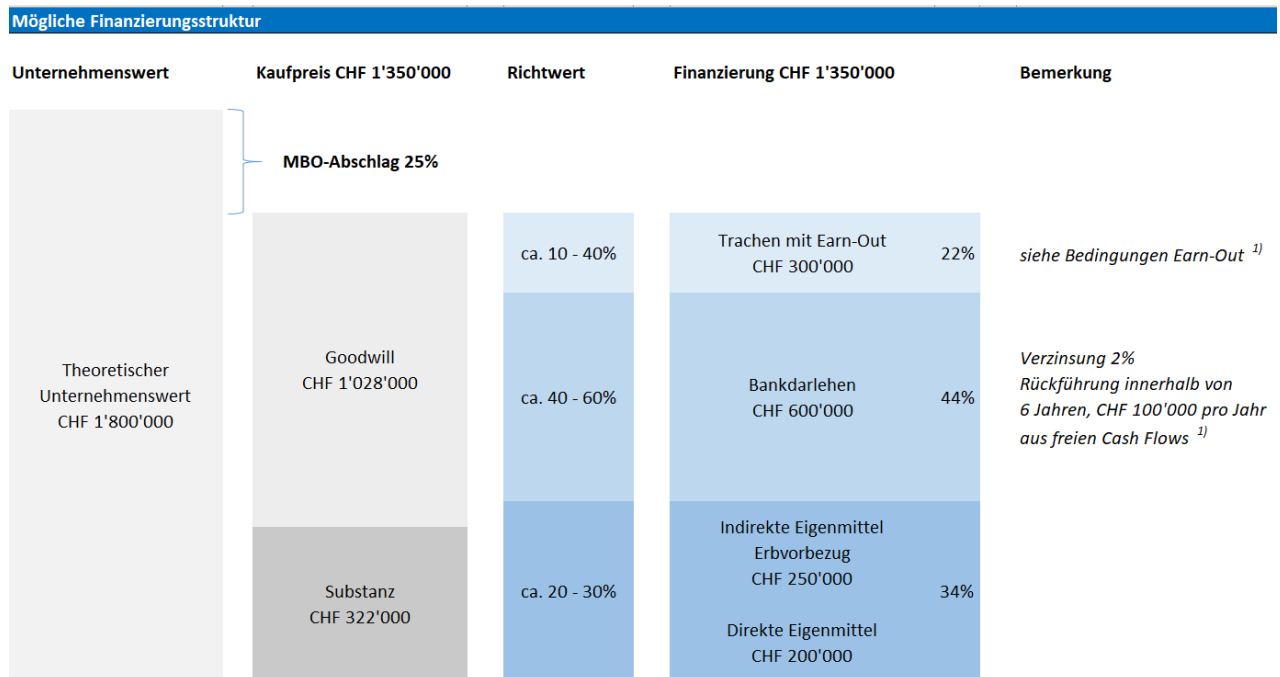
Der theoretische betriebliche Unternehmenswert wurde auf CHF 1'800'000 festgelegt. Auf diesen wird ein marktüblicher Loyalitätsabschlag (weil MBO) von 25% gewährt. Der zu finanzierende Kaufpreis beträgt folglich:

Zu finanzierender Kaufpreis

CHF 1'350'000

## 9. Vorschlag Finanzierung (ohne Minderheitsbeteiligung) (Ziel 4)

Eine mögliche Finanzierung des MBOs der Fenster AG könnte wie folgt strukturiert werden:



<sup>1)</sup> Rückführung Bankdarlehen bzw. Bezahlung Resttranchen gemäss Finanzplan (siehe Abbildung 7: Finanzplan Fenster AG) möglich



## Bedingungen Earn-Out

Das Earn-Out-Modell könnte beispielsweise wie folgt ausgestaltet werden<sup>8</sup> (in Anlehnung an (Schmitt, 2019)):

- **Teilzahlung 1:** **78%**  
**Unternehmensbesitz**  
Käufer übernimmt mit Vertragsunterzeichnung 78% des Aktienkapitals zum Preis von CHF 1'050'000  
Käufer bestellt Verwaltungsrat und evtl. Revisionsstelle neu unter Beibehaltung des heutigen Präsidiums
- **Teilzahlung 2** **89%**  
**Unternehmensbesitz**  
Bei Vorliegen des revidierten Abschlusses 2022, spätestens jedoch per März 2023 erfolgt der Erwerb von weiteren 11% des Aktienkapitals zum Preis von CHF 150'000 sofern der Umsatz CHF 1.114 Mio. beträgt  
  
Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2022 die Marke von CHF 1.114 Mio. erhöht, bzw. reduziert sich der Kaufpreis der zweiten Zahlung nach folgender Formel:  
 $(\text{erzielter Umsatz} - \text{CHF } 1.114 \text{ Mio.}) * 0.50$
- **Teilzahlung 3** **100%**  
**Unternehmensbesitz**  
Bei Vorliegen des revidierten Abschlusses 2025, spätestens jedoch per März 2026 erfolgt der Erwerb der verbleibenden 11% des Aktienkapitals zum Preis von CHF 150'000 sofern der Umsatz CHF 1.182 Mio. beträgt  
  
Übersteigt oder verfehlt der Jahresumsatz 2025 die Marke von CHF 1.182 Mio. erhöht, bzw. reduziert sich der Kaufpreis der dritten Zahlung nach folgender Formel:  
 $(\text{erzielter Umsatz} - \text{CHF } 1.182 \text{ Mio.}) * 0.50$

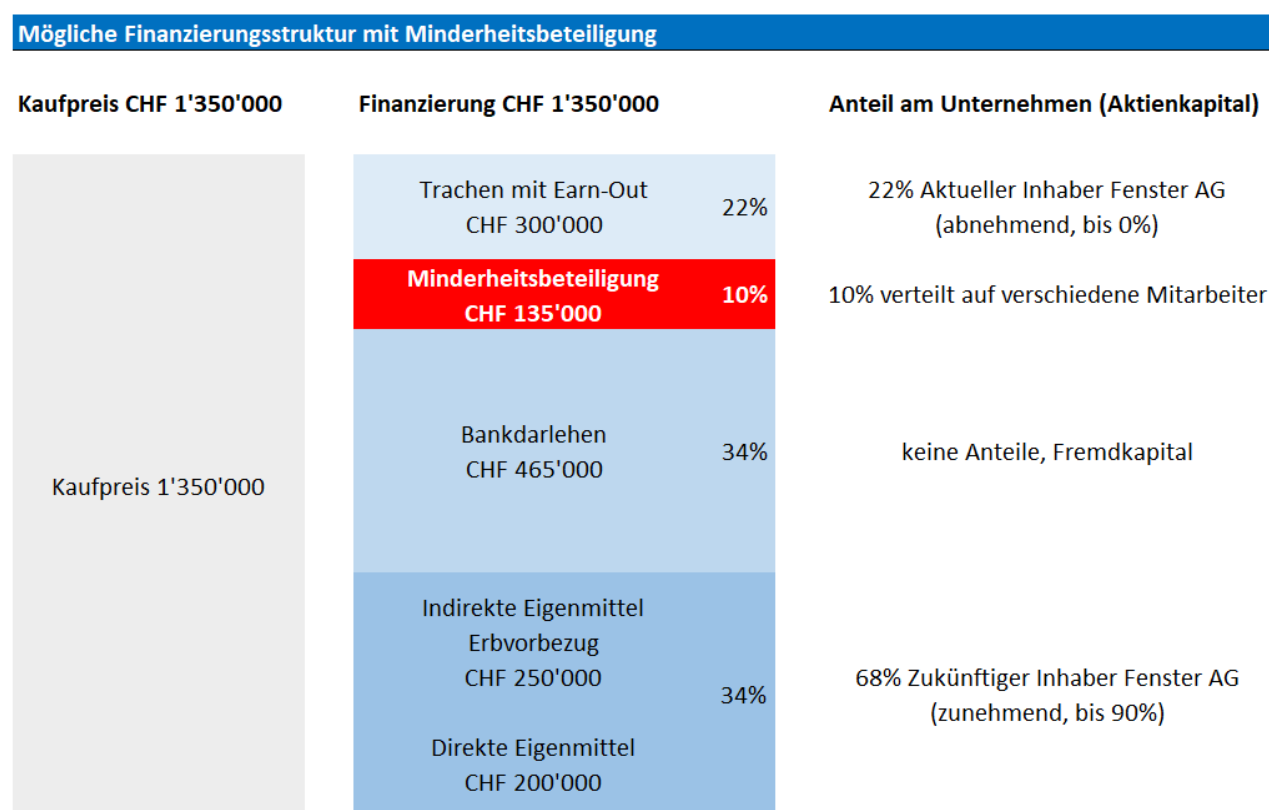
---

<sup>8</sup> Natürlich müssen Kaufzeitpunkt und Eckwerte an den tatsächlichen Verkaufszeitpunkt angepasst werden, vereinfachend wurde hier von einem sofortigen Verkauf ausgegangen. Trotzdem kann die Idee des Earn-Out-Modells konzeptionell aufgezeigt werden.

## 10. Vorschlag Finanzierung (mit Minderheitsbeteiligung) (Ziel 4)

Die Finanzierung des MBOs ist dank der hohen und beständigen Free Cashflow auch trotz den begrenzten Eigenmitteln des Käufers möglich. Prüfwert wäre in einem nächsten Schritt das Modell «Mitarbeiterbeteiligung»<sup>9</sup> für Mitarbeiter, welche sich finanziell an der Fenster AG beteiligen möchten.

So könnte die Schuldenlast für den Käufer merklich reduziert und die künftigen Free Cashflows der Fenster AG aufgrund kleinerer Amortisationsverpflichtungen und tendenziell tieferer Zinsen geschont werden. Indikativ sei hier eine mögliche Variante mit einer Minderheitsbeteiligung von 10% (einstufige Übertragungsform) aufgezeigt:



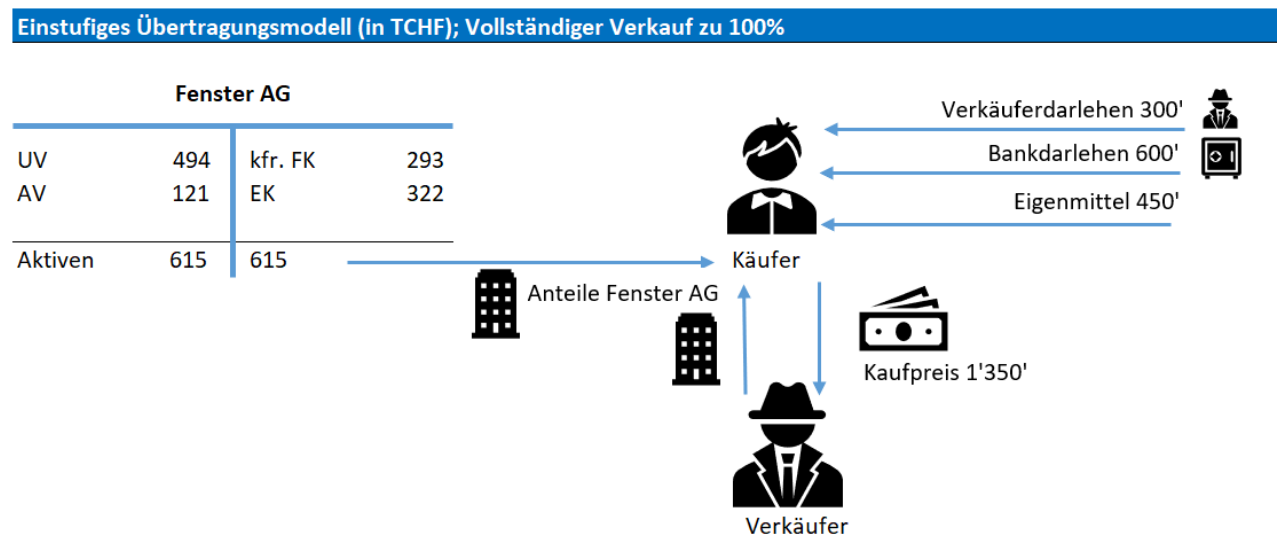
<sup>9</sup> Ausgestaltungsvarianten sind vielfältig; für die steuerliche Handhabung ist die Mitarbeiterbeteiligung von der klassischen Nachfolgeregelung abzugrenzen, was nicht immer eindeutig und jeweils im Einzelfall zu beurteilen ist. Gelten die Anteile im steuerlichen Sinne als Mitarbeiterbeteiligung ist jeweils zu prüfen, ob der Mitarbeiter dadurch eine Vorteilszuwendung erlangt. Diese stellt Erwerbseinkommen dar und ist somit Lohnbestandteil. Die Vorteilszuwendung bemisst sich in der Differenz zwischen dem Verkehrswert und dem Übernahmepreis. Bei gesperrten Mitarbeiteraktien wird der durch die Sperrfrist verursachten Wertverminderung mit einem Diskont von jährlich 6% Rechnung getragen. (Meierhans, 2020)

## 11. Exkurs: Einstufige / Zweistufige Übertragung (Ziel 4)

### Einstufiges Übertragungsmodell

Vereinfachend wird im Folgenden eine 100% Übergabe zum Verkaufszeitpunkt aufgezeigt – auf die Darstellung der gestaffelten Übergabe wird verzichtet; entsprechend wird die Earn-Out-Verpflichtung als konventionelles Verkäuferdarlehen in gleicher Höhe dargestellt.

Beim einstufigen Übertragungsmodell übernimmt der Käufer die Anteile der übertragenen Unternehmung direkt:

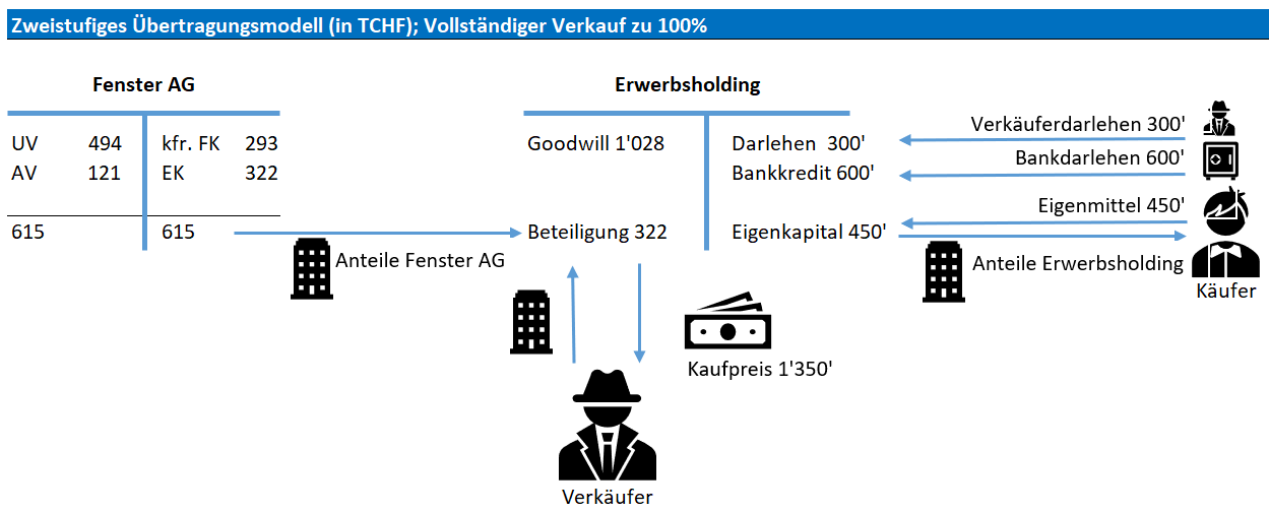


Der Inhaber der Fenster AG muss den Gewinn aus dem Verkauf der AG nicht versteuern. Die Beteiligung im Privatvermögen wird in das Privatvermögen eines Dritten übertragen und stellt entsprechend steuerfreien Kapitalgewinn dar. (Tormen, 2020)

## Zweistufiges Übertragungsmodell (Erwerbsholding)

Vereinfachend wird im Folgenden eine 100% Übergabe zum Verkaufszeitpunkt aufgezeigt – auf die Darstellung der gestaffelten Übergabe wird verzichtet; entsprechend wird die Earn-Out-Verpflichtung als konventionelles Verkäuferdarlehen in gleicher Höhe dargestellt.

Bei dieser Finanzierungsform gründet der Käufer eine Holding<sup>10</sup> mit dem alleinigen Zweck, ein Unternehmen zu kaufen. Das einzige Aktivum der Holding ist die 100% Beteiligung an der Fenster AG. Als Eigenkapital bringt der Käufer seine Eigenmittel ein, der restliche Kaufpreis wird mittels Verkäufer- und Bankdarlehen sichergesellt. Mit den zukünftigen operativen Gewinnen werden Zinsen und Amortisationsraten für die Darlehen und Kredite des Unternehmenskaufs finanziert. Das Fremdkapital der Holding (und somit das Risiko für die Fremdkapitalgeber) nimmt in der Folge kontinuierlich ab:



Holdingsgesellschaften genossen bis zur Annahme der STAF<sup>11</sup> das steuerliche Holdingprivileg, welches in der Schweiz eine stark reduzierte Kapitalsteuer und eine i.d.R. vollständige Befreiung von Gewinnsteuern beinhaltete. Neu werden Holdingsgesellschaften bei den Kantons- und Gemeindesteuern als «normale» Gesellschaften besteuert (bei der direkten Bundessteuer bleibt die bisherige Gewinnsteuer auf Gewinne). Weiterhin kann aber auf den Dividenden und anderen Ausschüttungen der Beteiligungsabzug geltend gemacht werden, wenn die Beteiligung an der ausschüttenden Gesellschaft mindestens 10% beträgt oder der Verkehrswert mindestens 1 Mio. CHF ausmacht – was für die Fenster AG zutrifft.

<sup>10</sup> Eine Gesellschaft gilt als Holding, wenn ihr statutarischer Zweck und ihre effektiven Tätigkeiten hauptsächlich in der dauernden Verwaltung von Beteiligungen bestehen, diese Beteiligungen oder ihre Erträge längerfristig mindestens zwei Drittel der gesamten Aktiven ausmachen und sie in der Schweiz keine Geschäftstätigkeit ausübt.

<sup>11</sup> Bundesgesetz über die Steuerreform und die AHV-Finanzierung, wurde im Mai 2019 mit Umsetzung 01.01.2020 angenommen

Mit dem Beteiligungsabzug wird die Gewinnsteuer (gilt für kantonale Gewinnsteuer und direkte Bundessteuer) der Gesellschaft um den prozentualen Anteil reduziert, den die qualifizierenden Beteiligungserträge am Gesamtgewinn ausmachen. Ergänzend führen ab 2020 die meisten Kantone neu Entlastungen für die Besteuerung der Beteiligung (also bei der Kapitalsteuer) ein. Holdings werden folglich auch künftig Steuervorteile in Form von reduzierten Kapitalsteuern und weiterhin anwendbarem Beteiligungsabzug aufweisen. (Sramek, 2020)

Der Verkauf der Beteiligung aus dem Privatvermögen ist grundsätzlich steuerfrei. Die Steuerfreiheit gilt hingegen nicht, wenn der Tatbestand der direkten<sup>12</sup> oder indirekten Teilliquidation oder einer Transponierung<sup>13</sup> gegeben ist. Für die Fenster AG muss einzig die Möglichkeit einer indirekten Teilliquidation geprüft werden (Art. 20a Abs 1 Bst. A DBG, Art. 71 Abs. 1 Bst. a STHG):

- Verkauf einer Beteiligung von mindestens 20% am Grund- und Stammkapital
- Aus dem Privatvermögen des Verkäufers in das Geschäftsvermögen des Käufers
- Ausschüttung nicht betriebsnotwendige Substanz innerhalb von 5 Jahren seit Übertragung Beteiligungsrechte (Ausschüttungssubstrat vorhanden und ausschüttbar)
- Mitwirkung des Verkäufers

Die Gefahr der indirekten Teilliquidation besteht für die Fenster AG insbesondere dann, wenn die Fenster AG zusammen mit der nicht betrieblichen Liegenschaft aus dem Privatvermögen des Verkäufers in das Geschäftsvermögen der Erwerbsholding (siehe Kapitel 15: Zweistufiges Übertragungsmodell) verkauft wird und die zeitnahe Rückführung eines allfälligen Darlehens nicht über die ordentlichen Gewinne, sondern über eben diese nicht betriebliche Substanz erfolgt. Sofern die Tatbestandsmerkmale einer indirekten Teilliquidation gegeben sind, erfolgt eine nachträgliche Besteuerung beim Verkäufer und der vermeintlich steuerfreie Kapitalgewinn wird als steuerbarer Vermögensertrag umqualifiziert und ist somit einkommenssteuerpflichtig. (Tormen, 2020) Besteuert wird in einem solchen Fall die kleinste der folgenden Grössen (ESTV, 2020)

- Verkaufserlös
- Ausschüttungsbetrag
- Handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven
- Nichtbetriebsnotwendige Substanz

---

<sup>12</sup> Besteht im steuerrechtlichen Sinne beim Rückkauf eigener Aktien zwecks Herabsetzung des Aktienkapitals. Die teilweise liquidierte Gesellschaft erbringt ihre Ausschüttung (aus Liquidationsüberschuss) direkt an den Anteilsinhaber als Privatperson.

<sup>13</sup> «Verkauf an sich selbst»; Beteiligungen aus dem Privatvermögen werden in das Geschäftsvermögen eingebracht, an welcher der Übertragende zu mind. 50% beteiligt ist

## 12. Umgang mit nicht betrieblichen Vermögenswerten (Ziel 5)

Ein substanzieller Anteil der Unternehmensgewinne aus der Vergangenheit wurde vom Inhaber der Fenster AG nicht als Lohn oder Dividende ausbezahlt, sondern in die nicht betriebliche Liegenschaft investiert. Wegen der Doppelbesteuerung (Ertragssteuern auf Gewinn und Einkommenssteuer auf Dividende) hat der Firmeninhaber – wie viele andere Firmeninhaber auch - vergangene Gewinne im Unternehmen behalten und nicht kontinuierlich ins private Vermögen übertragen. Anzumerken ist an dieser Stelle, dass die Doppelbesteuerung von Dividenden in den letzten Jahren deutlich reduziert wurde, was Anreiz schafft, künftige nicht betriebsnotwendige Substanz regelmässig(er) ins Privatvermögen zu übertragen. (VZ, 2020)

### Steuerliche Aspekte

Die Finanzierungskraft des potenziellen Käufers ist wie erwähnt eher schwach. Die Fenster AG lässt sich folglich für den Mitarbeiter mit den aktuell hohen nicht betrieblichen Reserven (nicht betriebliche Liegenschaft) nur schwer finanzieren. Prüfwert ist deshalb ein vorgängiger Verkauf der nicht betrieblichen Liegenschaft<sup>14</sup> durch den aktuellen Eigentümer mit anschliessender steueroptimierter Ausschüttung der so frei gewordenen Liquidität. So kann die Fenster AG im Anschluss mit bereinigten und ausschliesslich betrieblichen Vermögenswerten an den kaufinteressierten Mitarbeiter übertragen werden.

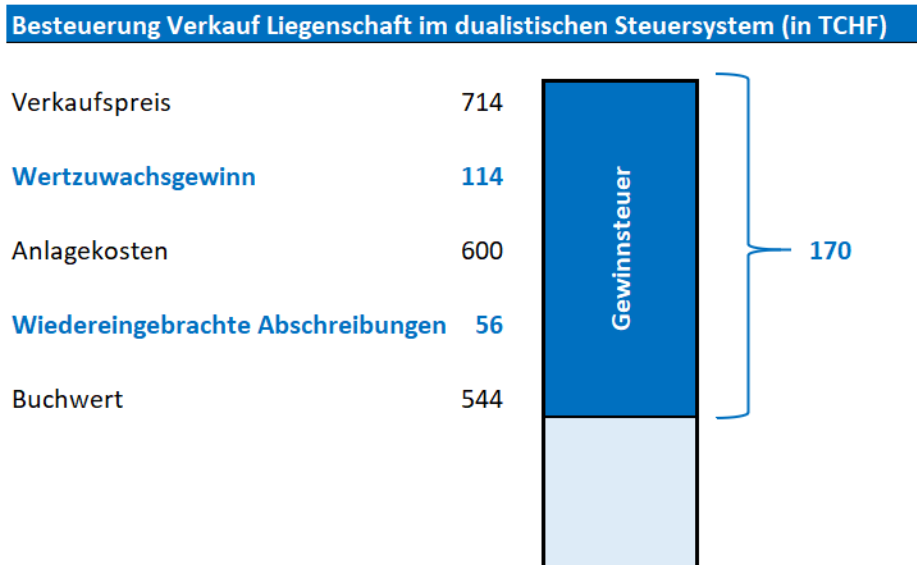
Der Kanton St. Gallen besteuert Liegenschaftsgewinne im Dualistischen System. Das heisst, dass bei einem Verkauf der nicht betrieblichen Liegenschaft aus der Fenster AG nicht die Grundstückgewinnsteuer, sondern die «normale» Gewinnsteuer<sup>15</sup> zum Tragen kommen.

---

<sup>14</sup> Oder deren Übertrag in eine neu zu schaffende Immobiliengesellschaft (z.B. eine AG). Diese Variante wird jedoch in dieser Arbeit aufgrund der Komplexität nicht bearbeitet.

<sup>15</sup> Im monistischen System wäre für Grundstücksgewinne im Geschäftsvermögen für die wiedereingebrachten Abschreibungen (Differenz Anlagekosten und Buchwert) die Gewinnsteuer und für den Wertzuwachsgeinn (Differenz Anlagekosten und Verkaufspreis) die Grundstückgewinnsteuer geschuldet (Huber, 2020)

Für die Fenster AG bedeutet das folgendes:



**Steuerbelastung bei Verkauf zu 714:**

**Gewinnsteuer auf 170 zum Steuerstanz von 16.96% = 29**

Wird die nicht betriebliche Liegenschaft vor dem MBO von der Fenster AG für den Marktwert von CHF 714'000, fallen Gewinnsteuern in der Höhe von CHF 28'832 an.

In einem nächsten Schritt ist es das Ziel, die aus dem Verkauf der nicht betrieblichen Liegenschaft frei gewordenen liquiden Mittel in der Höhe von CHF 285'000 [CHF 714'000 abzüglich CHF 400'000 Hypothek abzüglich CHF 28'832 Steuern] vor dem Verkauf der Fenster AG als Dividende möglichst steueroptimiert an den aktuellen Inhaber der Fenster AG auszuschütten; z.B. durch regelmässige Dividendenbezüge (Progression brechen, insbesondere bei dem vorliegenden Grenzsteuersatz von 39%) sowie geschicktes Pensionskassen- und/oder Renovationsmanagement.

Zum Umgang mit der nicht betrieblichen Liegenschaft empfiehlt sich auf jeden Fall eine detaillierte Prüfung. Zum einen sollte eine professionelle Liegenschaftsschätzung in Auftrag gegeben werden, welche einen verlässlichen, objektiven Marktwert festlegt. Zum anderen sollten nebst dem Verkauf der Liegenschaft an eine unabhängige Drittperson weitere Möglichkeiten (insbesondere die Überführung der Liegenschaft in eine separate Immobilien AG oder ins Privatvermögen des aktuellen Eigentümers) geprüft werden. Hier empfiehlt sich der Beizug eines Steuerexperten, der die spezifischen Steuerfolgen (z.B. Geldwerte Leistungen bei unterpreislichem Verkauf) und Optimierungsmöglichkeiten der verschiedenen Varianten im Detail beleuchtet.

### 13. Vorschlag Projektplan (Ziel 6)

Die Fenster AG ist ein sehr erfolgreiches Unternehmen mit einem funktionierenden und wertgenerierenden Geschäftsmodell. Der geplante MBO bietet für alle Parteien zahlreiche Vorteile und sollte in der angedachten Form finanzierbar sein. Ein grobes weiteres Vorgehen könnte wie folgt aussehen:

Phase 1: 2020 -2024	Phase 2: 2025	Phase 3: 2027	Phase 4: 2030
<b>Unternehmensebene</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Letter of Intent (LoI)</li> <li>• Initialisierung des Nachfolgeprozesses und Vorbereitung für deren Umsetzung</li> <li>• Nachhaltige Management- und Personalstrukturen schaffen, Abhängigkeiten von bisherigem Inhaber reduzieren</li> <li>• Nachfolgestrategie und Selbstverständnis klären</li> <li>• Nachfolgeoption (MBO) und Plan B ausarbeiten</li> <li>• Übertragungsobjekt definieren (Übertragung von nicht betriebsnotwendigem Firmenvermögen ins Privatvermögen, Ausschüttung freier Reserven)</li> <li>• Übertragungsebene (Führung, Eigentum, Vermögen)</li> <li>• Unternehmensbewertung und Finanzierung</li> <li>• Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen (Steuerrecht, Vertragsrecht), Tax-Rouling einholen</li> <li>• Beseitigen von Risiken aus der Vergangenheit</li> </ul>	<b>Unternehmensebene</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Übertragungsvertrag</li> <li>• Verkauf 78% der Fenster AG</li> <li>• Übergabe operative Verantwortung</li> <li>• Umsetzung strategische Neuausrichtung</li> </ul>	<b>Unternehmensebene</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Verkauf weitere 11% der Fenster AG</li> </ul>	<b>Unternehmensebene</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Closing Memorandum (CM)</li> <li>• Verkauf restliche 11% der Fenster AG</li> <li>• Übergabe strategische Verantwortung</li> <li>• Symbolische Schlüsselübergabe</li> <li>• Austritt des Unternehmers &amp; definitive Übernahme der Fenster AG durch den Nachfolger</li> </ul>
KnowHow-, Netzwerk & Kundentransfer sicherstellen, schrittweise und kontinuierliche Einführung Nachfolger in operative und strategische Verantwortung			
<b>Private Ebene Eigentümer</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Emotionale Vorbereitung auf Unternehmensübergabe</li> <li>• Zukünftige Rolle und Selbstbild klären</li> <li>• Zielkonflikte zwischen persönlichen und familiären Zielen lösen</li> <li>• Ehevertrag, Testament, Erbvertrag, Vorsorgeauftrag</li> <li>• Vermögensverwaltung und Vorsorge regeln</li> <li>• Sicherung Altersvorsorge nach Verkauf prüfen</li> <li>• Lohn- und Dividendenzahlungen optimieren</li> <li>• Steueroptimierungsmöglichkeiten ausschöpfen</li> </ul>	<b>Private Ebene Eigentümer</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Vermögensanlage / Vermögensverwaltung</li> <li>• Pensionierungsdatum setzen</li> <li>• Renten- oder Kapitalbezug von der Pensionskasse</li> <li>• Steueroptimierte Bezugsoptionen für das Vorsorgekapital</li> <li>• Steueroptimierungsmöglichkeiten ausschöpfen</li> <li>• Hobbys oder neue Betätigungsfelder suchen, neuer geordneter Tagesablauf</li> </ul>		

Die Fenster AG ist unbestritten nachfolgefähig und -würdig und verfügt über ausreichend Entwicklungs- und Zukunftspotenzial. Nun gilt es, die Brücke zwischen Unternehmer und Unternehmung zu schlagen und mittels frühzeitiger Planung die Steuern zu optimieren sowie die Vorsorge zu stärken. Parallel zur Unternehmensseite müssen deshalb ehe-, güter- und erbrechtliche Fragen in Kombination mit den persönlich geprägten, steuerrechtlichen und vorsorgeplanerischen Aspekten kombiniert werden. (Baldegger, 2020)

Es ist weder einfach, sich mental mit der Ablösung und der Aufgabe des eigenen Lebenswerkes auseinander zu setzen noch vor lauter Bäumen den Wald noch zu sehen. Umso wichtiger scheinen übergeordnete Key Points, welche den Fokus auf das Wesentliche zurücklenken (Baldegger, 2020):

#### KEY-POINTS

- Rechtzeitiger Start  
(wegen gesetzlichen Sperrfristen, notwendigen Umstrukturierungen, usw.)
- «Fächer öffnen» und auch alternative Optionen prüfen
- Umfassende Planung  
(ganzheitlich unter Kombination von Unternehmen und Unternehmer)
- Einbezug von Beratern und Spezialisten  
(externe Personen bringen Fachwissen und Objektivität)
- Berücksichtigung der Emotionen aller Beteiligten



## 14. Literaturverzeichnis

- Baldegger, J. (2020). Nachfolge 1.0. Seco.
- Bechtiger, P. (2020). Unternehmensnachfolge der Fester AG. Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten. IAF.
- Bechtiger, P. (2020). Pensionskasse. Vorlesungsunterlagen CAS Advanced Wealth Management.
- BFS. (2020). Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen Geschäftsjahre 2016 und 2017. Bundesamt für Statistik.
- Büchel, U. (2020). Private Finanzplanung. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Castedello, M. (2020). Cost of Capital Study 2019. KPMG München.
- Damodaran, A. (2020). *Branchen-Beta-Werte*. Von <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> abgerufen
- DUB. (2020). *Deutsche Unternehmerbörse*. Von <https://www.dub.de/kmu-multiples/> abgerufen
- ESTV. (2020). Kreisschreiben Nr. 14: Verkauf von Beteiligungsrechten aus dem Privat- in das Geschäftsvermögen eines Dritten („indirekte Teilliquidation“). Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV.
- Fasel, E. (2020). *Planung einer nachhaltigen Unternehmensnachfolge mit Fokus auf die Unternehmensbewertung*. Praxisprojekt 3 FHS St. Gallen.
- Frei, O. (2020). Immobilien. Vorlesungsfolien KMU-Finanzexperte.
- HEV. (2020). *Hauseigentümer Verband Schweiz HEV*. Von <https://www.hev-schweiz.ch/vermieten/mietverhaeltnis/referenzzinssatz/> abgerufen
- Hofstetter, R. (2020). Unternehmensnachfolge. Vorlesungsunterlagen VZ Vermögenszentrum.
- Huber, J. (2020). Steuern - Grundstückgewinnsteuer. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Lombriser, R. (2018). *Strategisches Management*. Versus.
- Lüchinger, N. (2020). *Mit Weitblick zur Unternehmensnachfolge*. Praxisprojekt 1 FHS St. Gallen.
- Meierhans, S. (2020). Mitarbeiterbeteiligungsplan: Nachfolgeplanung via Mitarbeiterbeteiligung. *Kundenmagazin für KMU*.
- Praxmarer, M. (2020). Unternehmensverkauf im Zuge einer Nachfolgeregelung. *ITERA*.
- Renggli, K. (2020). Unternehmensbewertung. Aargauische Kantonalbank.
- Schmitt, T. (2019). *Unternehmensbewertung*. Startlink AG.
- Schmitt, T. (2020). *Startlink - Unternehmensbewertung Zusatzinformationen*. Von <https://www.startlink.ch/unternehmensbewertunhg-zusatzinformationen> abgerufen
- SG, K. (2020). *Steuerkalkulator Unternehmen*. Von <https://www.sg.ch/steuern-finanzen/steuern/steuerkalkulator/juristische-personen.sendCQForm.html> abgerufen
- SNB. (2020). *Aktuelle Zinssätze*. Von [https://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/zidea/id/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t2](https://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates#t2) abgerufen
- Sramek, B. (2020). Holdingprivileg Adieu! Voser Rechtsanwälte.

- Thomssen, M. (2020). Dividendenbesteuerung nach Umsetzung STAF-Vorlage. *Tax Observer*.
- Tormen, T. (2020). Steuern. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Turnes, E. (2019). *Unternehmensbewertung und Aktienanalyse*. SKV.
- VZ. (2020). Finanzierung einer Unternehmensnachfolge. VZ Vermögenszentrum Eigenverlag.
- VZ. (2020). Unternehmensgewinne steuergünstig in das private Vermögen überführen. VZ Vermögenszentrum, Eigenverlag.



## Fallstudie: Unternehmensnachfolge mittels MBO

Pascal Bechtiger<sup>a</sup> & Marco Gehrig<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Pascal Bechtiger, M.A. HSG Banking und Finance, eidg. dipl. KMU-Finanzexperte  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [pascal.bechtiger@ost.ch](mailto:pascal.bechtiger@ost.ch)

<sup>b</sup> Marco Gehrig, Prof. Dr. oec. HSG, eidg. dipl. Wirtschaftsprüfer  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [marco.gehrig@ost.ch](mailto:marco.gehrig@ost.ch)

**Abstract.** In der Fenster AG steht eine Unternehmensnachfolge an. Der alleinige Firmeninhaber möchte den Übergabeprozess früh genug starten – insbesondere deshalb, weil die strategische, operative und finanzielle Übergabe zeitlich gestaffelt erfolgen und sich so in die Länge ziehen kann. Leider steht dem Firmeninhaber keine familieninterne Nachfolge offen (Family Buy Out), jedoch zeigen sich mehrere Mitarbeiter interessiert, sich (strategisch, operativ und/oder finanziell) an der Fenster AG zu beteiligen. Entsprechend soll überprüft werden, ob und in welcher Form ein Management Buy Out möglich ist.

## Inhalt

1. Realer Praxisfall .....	3
2. Ausgangslage.....	3
3. Ziele und Aufgabenstellung .....	6
4. Anhang 1: Canvas Modell Analyse.....	7
5. Anhang 2: Porter 5 Forces Analyse.....	8
6. Anhang 3: SWOT Analyse.....	9
7. Anhang 4: Bilanz, Erfolgs- und Geldflussrechnung & Angaben zum Unternehmer .....	10
8. Anhang 5: Finanzplan .....	12
9. Anhang 6: Steuersatz.....	13
10. Anhang 7: Literaturverzeichnis .....	14

### **Quellenhinweis:**

*Die vorliegende Fallstudie wurde durch den Autor im Rahmen der Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten ausgearbeitet. Die Diplomarbeit wurde angenommen und die höhere Fachprüfung bestanden. Die Fallstudie bezieht sich folglich insbesondere auf folgende Quelle:*

*Bechtiger, P. (2020). Unternehmensnachfolge der Fester AG. Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten. IAF.*

*Weitere verwendete Quellen wurden explizit angegeben.*

## 1. Realer Praxisfall

Die Fallstudie basiert auf einem realen Praxisfall, welcher als Basis für die vorliegende Fallstudie verwendet wurde. Die tatsächliche Ausgangslage wurde anonymisiert und komprimiert; u.a. wurden folgende Adaptionen vorgenommen

- Veränderung der Gesellschaftsform
- Veränderung des Firmensitzes
- Veränderung der Finanzierungsstruktur
- Veränderung der Finanzzahlen und Wachstumsprognosen
- Definieren und Adaptieren von notwendigen Annahmen, damit die Fallstudie in sich geschlossen gelöst werden kann

So entstand aus einem Real-Case eine anonymisierte theoretische Fallstudie zur Unternehmensnachfolge mittels Management Buy Out. Das Einverständnis zur Veröffentlichung der vorliegenden Fallstudie wurde vom realen Auftraggeber eingeholt.

## 2. Ausgangslage

Der Alleininhaber und aktuelle Geschäftsführer gründete die Fenster AG mit Sitz in St. Gallen vor 15 Jahren. Mittlerweile beschäftigt das Unternehmen 10 Fachspezialisten. Das Unternehmen ist schweizweit – jedoch mit Fokus Ostschweiz und Zürich - im Dienstleistungssektor Bau tätig und hat sich auf das Fachthema «Fenster und Fassaden» spezialisiert. (Lüchinger, 2020)

Die Fenster AG berät und unterstützt ihre Kundschaft (sowohl Private als auch die öffentliche Hand) in allen Bereichen rund um das Thema Fenster und Fassaden und übernimmt bei Bedarf stellvertretend Prozesse wie beispielsweise Bauleitungen oder Ausschreibungen. Die Haupttätigkeiten der Fenster AG sind (Lüchinger, 2020):

- Gutachten: neutrale Gutachten zu Baumängel und Bauschäden [Kerngeschäft]
- Beratung: präventive und lösungsorientierte Fenster-/Fassadenberatung
- Planung: Umsetzung der Beratung in einer 2D oder 3D Zeichnung
- Ausbildung: Weiterbildungen, Fachtagungen und Vorträge zum Thema Fenster / Fassaden

Die Ausbildung soll dazu beitragen, dass die Fenster AG bereits in der Beratungsphase in ein Bauprojekt einbezogen wird. So können mit einer fachgerechten Planung präventiv potenzielle Bauschäden vermindert oder gänzlich verhindert werden. Die Anhänge 1-3 zeigen, dass die Fenster AG ein stimmiges und sehr gut funktionierendes Geschäftsmodell entwickelt hat. Die einzelnen Geschäftsfelder befruchten sich gegenseitig und sorgen so für wechselseitige Wertschöpfung.

Das Geschäftskonzept stellt einen in sich geschlossenen Kreislauf dar:

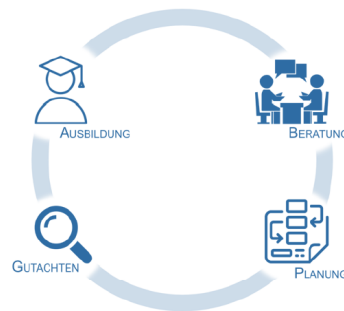


Abbildung 1: Geschäftsmodell der Fenster AG

Quelle: (Lüchinger, 2020)

Die Fenster AG positioniert sich mit den Werten Qualität, Neutralität, Transparenz und Unabhängigkeit. Die Fenster AG ist weder im Hoch- noch im Tiefbau ausführend tätig und vermeidet dadurch mögliche Interessenkonflikte (bewusste Beschränkung auf konzeptionelle / planerische / beratende Tätigkeit). Mit dieser Arbeitsweise schafft das Unternehmen ein enges Vertrauensverhältnis zu ihrer Kundschaft. (Lüchinger, 2020)

Aggregierte Finanzzahlen (Bilanz, Erfolgsrechnung und Geldflussrechnung) und ergänzende Angaben sind in den Anhängen 4 und 5 zu finden. Bei der Liegenschaft handelt es sich um eine vermietete Eigentumswohnung in St. Gallen, welche als nicht betriebliche Renditeliegenschaft gehalten wird. Die Fenster AG selbst ist mit ihren Büroräumlichkeiten ebenfalls in St. Gallen eingemietet.

Der Alleineigentümer (Alter 55 Jahre) der Fenster AG hat sich aufgrund von persönlichen Gründen dazu entschlossen, das Unternehmen in den nächsten Jahren zu verkaufen. Ihm sind die Weiterführung des Unternehmens sowie der Erhalt von Unternehmenskultur und -werten ein grosses Anliegen. Leider ist eine familieninterne Nachfolge (fehlendes Knowhow sowie mangelndes Interesse) nicht möglich. Glücklicherweise ist aber ein langjähriger und äusserst motivierter Mitarbeiter sehr interessiert, die Fenster AG in Form eines Management Buy Out (MBO) zu übernehmen.

Der Mitarbeiter ist nicht besonders finanzkräftig<sup>1</sup>, umso wichtiger scheint es, die Fenster AG so schlank wie möglich zu machen und alternative Finanzierungsmöglichkeiten zu prüfen (Bankdarlehen, Verkäuferdarlehen, Earn-Out-Modell). Für den aktuellen Eigentümer ist es durchaus eine Option, den potenziellen Käufer finanziell zu unterstützen. Er wäre ebenfalls bereit, dem Mitarbeiter einen marktüblichen Abschlag (Loyalitätsdiskont) auf den Verkaufspreis zu gewähren, weil ihm sehr wohl bewusst ist, dass ein firmeninterner Verkauf zahlreiche Vorteile (gerade im Hinblick auf Kultur- und Knowhow-Erhalt) bietet. Bei einer internen Umfrage ((Fasel, 2020) und (Lüchinger, 2020)) hat sich gezeigt, dass mehrere Mitarbeiter an einer Minderheitsbeteiligung interessiert wären; sie alle wollen zwar keine operative und strategische Verantwortung übernehmen, könnten sich aber eine rein finanzielle Beteiligung an der Fenster AG durchaus vorstellen.

Dem aktuellen Eigentümer ist es ein Anliegen, sich schrittweise aus den strategischen und operativen Tätigkeiten zurückzuziehen. Diese zeitliche Staffelung wird vom kaufinteressierten Mitarbeiter ebenfalls unterstützt, weil so die künftige Geschäftsleitung die notwendigen Kompetenzen aufbauen und noch längere Zeit auf das profunde Knowhow und das weitflächige Netzwerk des Verkäufers zurückgegriffen werden kann.

---

<sup>1</sup> Der kaufinteressierte Mitarbeiter könnte folgende Eigenmittel einbringen

- Direkte Eigenmittel CHF 200'000
- Indirekte Eigenmittel in Form eines Erbvorbezuges CHF 250'000

### 3. Ziele und Aufgabenstellung

Bevor der Verkauf konkreter geplant (Zeitplan) und die weiteren Schritte eingeleitet werden können (z.B. strategische Neuausrichtung, Organisationsstruktur (Geschäftsleitung)) soll einerseits Klarheit über die Positionierung und das aktuelle Geschäftsmodell geschaffen (gemeinsames Verständnis) werden sowie die Nachfolgefähigkeit und – würdigkeit der Fenster AG überprüft werden. Ebenso soll ein fairer (und finanzierbarer) Unternehmenswert ermittelt werden, um Gewissheit darüber zu erlangen, ob und wie der kaufinteressierte Mitarbeiter den MBO finanzieren kann.

#### Aufgabe 1

Wie steht es um die Nachfolgefähigkeit und -würdigkeit des Unternehmens?

#### Aufgabe 2

Wie steht es um die finanziellen Kennzahlen des Unternehmens?

#### Aufgabe 3

Wie hoch ist der Unternehmenswert / die Unternehmenswertbandbreite?

#### Aufgabe 4

Wie kann der Unternehmenskauf durch die Mitarbeiter finanziert werden? Was sind die Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten?

#### Aufgabe 5

Wie soll mit den nicht betrieblichen Vermögenswerten am besten umgegangen werden?

#### Aufgabe 6

Wie könnte ein möglicher Projektplan für die Unternehmensnachfolge aussehen?

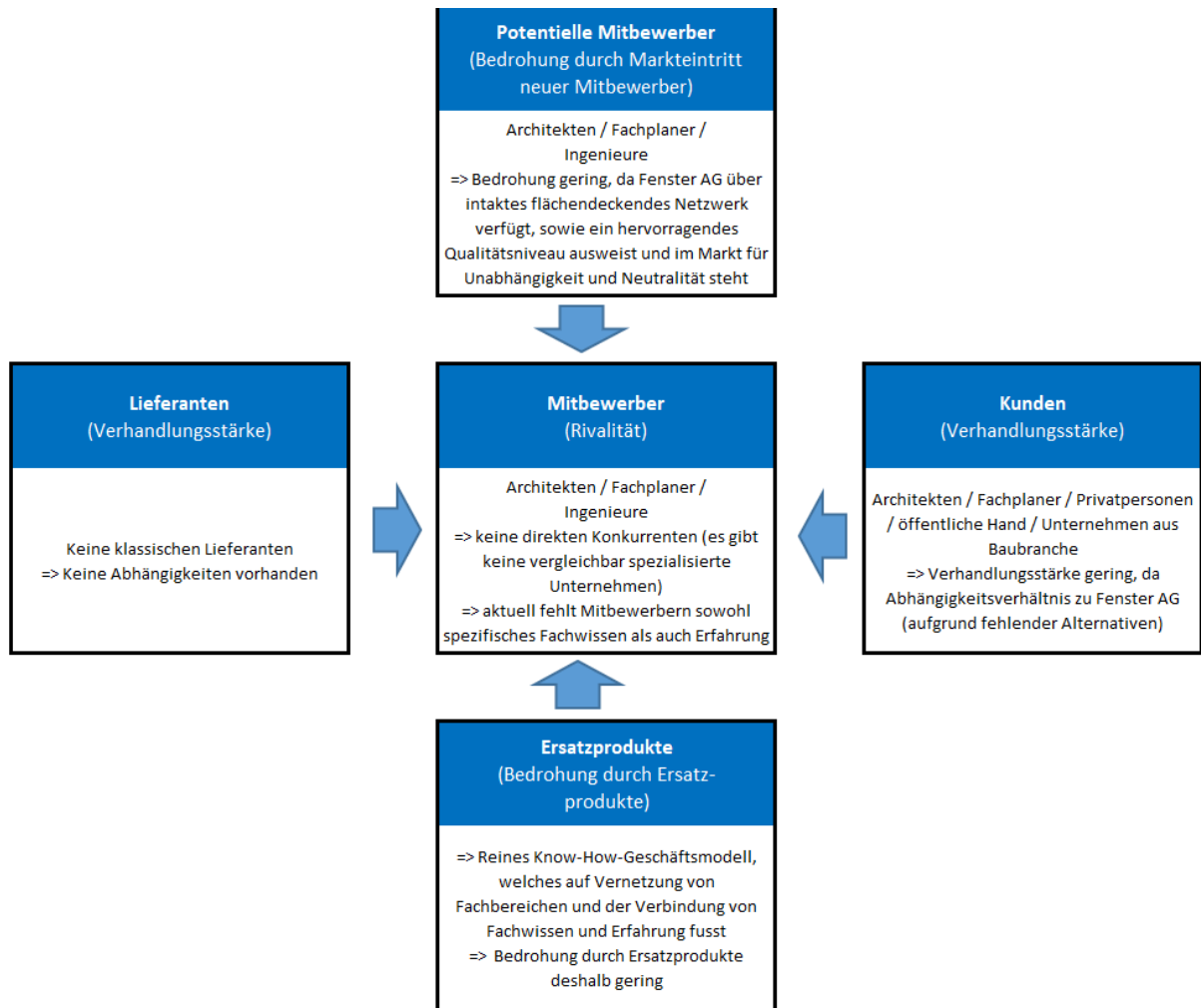


#### 4. Anhang 1: Canvas Modell Analyse

8. Key Partners Schlüssel-Partner	7. Key Activities Schlüssel-Aktivitäten	2. Value Proposition Kundenwert der Leistung	4. Customer Relationship Kundenbeziehung	1. Customer Segments Kundensegmente
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Architekten und Fachplaner</li> <li>- Ingenieure</li> <li>- Fachhochschule Biel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fachwissen permanent weiter vertiefen und vernetzen</li> <li>- Informations- und Erfahrungsaustausch zwischen Mitarbeiter (Know-How-Management)</li> <li>- Fähigkeiten im Umgang mit Konfliktmanagement (Ursachen und Verantwortliche von Schäden)</li> <li>- Beziehungsmanagement zu allen Anspruchsgruppen (Networking)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Problemlöser rund um das Thema Fenster und Fassaden</li> <li>- Unabhängige und lösungsorientierte <i>Fachberatung</i> (Vermeidung von Baufolgeschäden bereits vor Baurealisierung)</li> <li>- 2d- und 3d-Planung von Fenstern bei Neubauten / Renovationen / Sanierungen (Vermeidung von Baufolgeschäden bereits vor Baurealisierung)</li> <li>- Neutrale <i>Gutachten</i> bei Baumängel / Bauschäden (Beurteilung von Baufolgeschäden) und Übernahme Vermittlerfunktion</li> <li>- Stellvertretende Übernahme von Baulösungen und Ausschreibungen zur Entlastung der Kundschaft</li> <li>- Durchführen von <i>Ausbildungen</i> (Fachtagungen, Weiterbildungen und Vorträge) (Prävention von Baufolgeschäden durch Wissensvermittlung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Intensive persönliche Betreuung aller Anspruchsgruppen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Architekten und Fachplaner</li> <li>- Privatpersonen (Bauherren)</li> <li>- Öffentliche Hand</li> <li>- Unternehmen aus der Bau- und Fensterbranche (insb. Bauleiter und Ingenieure)</li> </ul>
<b>6. Key Resources Schlüssel-Ressourcen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Langjährige Mitarbeiter (Know-How-Träger)</li> <li>- Ausbildung (Wissenstransfer an Anspruchsgruppen)</li> <li>- IT-Systeme (2d-/ 3d-CAD-System sowie Ausschreibungssystem)</li> <li>- Diplomatie und Umgang mit Kundschaft</li> <li>- Unabhängigkeit und Neutralität (=Vertrauen und Akzeptanz)</li> <li>- Qualitätsimage (hohe Beratungsqualität)</li> </ul>				
<b>9. Cost Structures Kosten-Struktur</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mitarbeiterlöhne (nahezu einziger Kostentreiber!)</li> <li>- Weiterbildungskosten Mitarbeiter</li> <li>- Mietaufwand Geschäftsräume</li> <li>- Unterhalt IT-Systeme</li> </ul>		<b>5. Revenue Streams Einzahlungs-Ströme</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dienstleistungserträge aus Gutachten, Planung und Beratung</li> <li>- Honorarertrag aus Ausbildungen</li> </ul>		
<b>3. Channels Verkaufskanäle</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Architekten und Fachplaner</li> <li>- Unternehmen aus der Fensterbranche</li> <li>- Weiterbildungen, Fachtagungen und Vorträge</li> </ul>				

Quelle: in Anlehnung an (Lüchinger, 2020), eigene Darstellung

## 5. Anhang 2: Porter 5 Forces Analyse



Quelle: in Anlehnung an (Lüchinger, 2020), eigene Darstellung

## 6. Anhang 3: SWOT Analyse

Sicht Unternehmen		Sicht Umwelt	
Stärken des Unternehmen Strengths	Schwächen des Unternehmen Weaknesses	Chancen der Umwelt Opportunities	Gefahren der Umwelt Threats
Breites und tiefes Experten-Fachwissen (insbesondere bereichsübergreifendes, vernetztes Know-How)	Klumpenrisiko Geschäftsinhaber (Abhängigkeit Schlüsselperson)	Unternehmensnachfolge (MBO) - Strategische Neuausrichtung / Fokussierung - Organisatorischer Wandel	Unternehmensnachfolge (MBO) - Verlust personenbezogenes Netzwerk - Verlust von Kunden - Kündigungen von Mitarbeiter
Sehr hohe Kundenloyalität und Kundenzufriedenheit	Erreichbarkeit Unternehmensstandort (für Kunden und Mitarbeiter)	Steigende Nachfrage im Bereich Gutachten / Expertisen	Rückgang / Einbruch Auftragslage in der Baubranche (insb. Neubauten)
Sehr hohe Mitarbeiterloyalität (langjährige MA, Wissenserhalt)		Steigende Nachfrage im Bereich Schulung / Ausbildung (life-long-learning)	Imageschaden durch Fehlberatung / fehlerhafte Gutachten, etc.
Sehr grosses Netzwerk (durchgehend bei allen Anspruchsgruppen) und funktionierendes Beziehungsmanagement		Umsatzpotential Genfersee Region und Zentralschweiz	Digitale Schulungen können durch Konkurrenz leicht kopiert und weiterverwendet werden
Sehr hohe Arbeitsqualität (kaum Reklamationen)		Fachkräftemangel in der Baubranche (in Verbindung mit abnehmender Bauqualität => mehr Baumängel)	
Ausgeprägte Fähigkeiten im Konfliktmanagement		Zunehmende Nachfrage nach Fachplaner / Fachspezialisten	
Unabhängigkeit von Auftraggeber und Geschäftspartnern in der Auftragsausführung		Technologische Fortschritte (z.B. Building Information Modeling BIM)	
Neutralität und Transparenz in der Auftragsausführung		Differenzierung durch Digitalisierung (z.B. in den Ausbildungen => Reduzierung örtliche Gebundenheit)	
Diversivierte Einnahmequellen		Neue Anspruchsgruppen durch Digitalisierung	

Quelle: (Lüchinger, 2020)

## 7. Anhang 4: Bilanz, Erfolgs- und Geldflussrechnung & Angaben zum Unternehmer

Bilanz	2018	2019		2018	2019
Liquide Mittel	250'000	343'955	Verbindlichkeiten L&L	50'000	55'000
Forderungen L&L	325'000	350'000	Kontokorrent	100'000	125'000
Mobilien	30'000	37'000	Dividendenschulden	50'000	55'000
EDV	15'000	13'500	Steuerrückstellung	5'000	5'000
Fahrzeuge	50'000	35'000	Corona-Rückstellung	0	50'000
Liegenschaft	550'000	544'500	Bankschulden	250'000	200'000
			Hypothek	400'000	400'000
			Aktienkapital	150'000	150'000
			Kapitalreserven	100'000	100'000
			Gewinnreserven	115'000	183'955
<b>Total Aktiven</b>	<b>1'220'000</b>	<b>1'323'955</b>	<b>Total Passiven</b>	<b>1'220'000</b>	<b>1'323'955</b>

Erfolgsrechnung	2018	2019
Ertrag aus Gutachten	500'000	525'000
Ertrag aus Planung	200'000	205'000
Ertrag aus Beratung	250'000	255'000
Ertrag aus Ausbildung	50'000	65'000
Personalaufwand	-750'000	-755'000
Mietaufwand	-30'000	-30'000
Betriebsaufwand	-40'000	-45'000
Verwaltungsaufwand	-20'000	-15'000
Rückstellungsaufwand Corona	0	-50'000
<b>EBITDA</b>	<b>160'000</b>	<b>155'000</b>
Abschreibungsaufwand	-10'400	-9'500
<b>EBIT</b>	<b>149'600</b>	<b>145'500</b>
Zinsaufwand	-7'250	-6'750
<b>Betriebsergebnis vor Steuern</b>	<b>142'350</b>	<b>138'750</b>
Mieteinnahmen	25'000	25'000
Hypothekarzinsen	-4'000	-4'000
Unterhaltsaufwand	-10'000	-11'000
Abschreibungsaufwand	-5'500	-5'500
Unternehmenserfolg vor Steuern	147'850	143'250
Steuern (Steuersatz 16.96%)	-25'075	-24'295
<b>Unternehmenserfolg nach Steuern</b>	<b>122'775</b>	<b>118'955</b>

Cashflow	2019
Unternehmenserfolg nach Steuern	118'955
Abschreibung	15'000
Rückstellung	50'000
Veränderungen NUV	-15'000
<b>Cashflow aus Betriebstätigkeit</b>	<b>168'955</b>
Investitionen	-10'000
Desinvestitionen	10'000
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>0</b>
Kontokorrent Erhöhung	25'000
Dividende	-50'000
Rückzahlung Bankschulden	-50'000
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-75'000</b>
<b>Veränderung der Flüssigen Mittel</b>	<b>93'955</b>
Kontrolle: 343'955 - 250'000	93'955

## Zusätzliche Angaben

- Stille Reserven CHF 25'000 auf EDV
- Stille Reserven CHF 10'000 auf Fahrzeuge
- 2019 wurden weder Stille Reserven aufgelöst, noch Stille Reserven gebildet
- Latente Steuern auf den betrieblichen Vermögen sollen zum halben und auf dem n. b. Vermögen zum vollen Steuersatz gerechnet werden
- Liegenschaft ist eine nicht betriebliche Renditeliegenschaft; der Steuerwert 2019 liegt bei CHF 580'000, die Anlagekosten bei CHF 600'000
- CHF 200'000 liquide Mittel sind nicht betriebsnotwendig und können zur Rückzahlung des bestehenden Bankdarlehens verwendet werden
- 0% Rendite auf liquiden Mitteln
- 3.5% Zins auf Kontokorrent 2018, 3.00% 2019
- 1.5% Zins auf Bankschulden
- 1% Verzinsung auf Hypothek
- 10% Abschreibungssatz auf Mobiliar und EDV
- 1% Abschreibungssatz auf Liegenschaft
- 2019 wurde CHF 10'000 in Mobiliar investiert und für CHF 10'000 Fahrzeuge desinvestiert
- Gewinnverteilung 2019: CHF 50'000 Dividende und CHF 68'995 Gewinnreserven
- Der nachhaltig bereinigte Reingewinn 2017 lag bei CHF 155'000

## Mitarbeiter- und Kundenstruktur

Anzahl Mitarbeiter	10
Durchschnittliches Dienstalter (in Jahren)	8
Durchschnittliches Alter (in Jahren)	38

### Umsatzanteil der Kundensegmente

Juristische Personen	55%
Private Personen	25%
Öffentliche Hand	20%

### ABC-Analyse

	Kundenanteil	Umsatzanteil
A-Kunden	25%	50%
B-Kunden	30%	30%
C-Kunden	45%	20%

## Angaben zum Inhaber der Fenster AG (Privatperson)

Steuergemeinde	St. Gallen
Zivilstand	Verheiratet
Konfession	Evangelisch (beide)
Steuerfuss <sup>1)</sup>	281%
Einkommen Steuerbar	150'000
Vermögen Steuerbar	450'000
Grenzsteuersatz <sup>1)</sup>	39%
Total Steuern Bund, Kanton, Gemeinde <sup>1)</sup>	35'398
Einkaufspotential Pensionskasse aktuell	300'000

<sup>1)</sup> Quelle: Steuerkalkulator Kanton St. Gallen

## 8. Anhang 5: Finanzplan

Um die Fenster AG zu bewerten, ist eine fundierte und realistische Finanzplanung Voraussetzung. Hierzu wurde von der Fenster AG aufgrund von verlässlichen Business- und Finanzplänen die Geschäftsentwicklung für die nächsten 5 Jahre prognostiziert. Zusätzlich zu den erwarteten Geschäftsergebnissen wurden ebenfalls die cashflow-wirksamen Ausgaben für die anfallenden Investitionen geplant. Hierbei wurden folgende Eckwerte definiert:

- Umsatz und Betriebsaufwand steigen die nächsten 5 Jahre um je 2% p.a.
- Abschreibungen jeweils 10% des Anlagevermögens
- Zinsaufwand konstant CHF 10'000  
(zukünftiger Eigentümer möchte eigenkapitaldominierte Bilanzstruktur optimieren)
- Kontinuierliche Erhöhung der Investitionen ins Anlagevermögen  
Im Jahr 2020 CHF 10'000, dann pro Jahr um CHF 5'000 steigend
- Investitionen ins NUV jeweils 25% der Umsatzsteigerung

Der bereinigte Finanzplan der Fenster AG zeigt sich wie folgt:

Position (TCHF)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total Erträge	1'050	1'071	1'092	1'114	1'137	1'159	1'182
Total Betriebsaufwand	845	862	879	897	915	933	952
EBITDA	205	209	213	218	222	226	231
Abschreibung	-10	-10	-10	-11	-12	-14	-16
EBIT	195	200	203	206	209	212	215
Zinsaufwand	-4	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Gewinn vor Steuern	191	190	193	196	199	202	205
Steuern (16.96%)	-32	-32	-33	-33	-34	-34	-35
Jahresgewinn	159	157	160	163	166	168	170
Abschreibung	10	10	10	11	12	14	16
Zunahme NUV	-15	-5	-5	-5	-6	-6	-6
Cash Flow	154	162	165	169	173	176	180
Investitionen AV	0	-10	-15	-20	-25	-30	-35
Free Cash Flow	154	152	150	149	148	146	145

## 9. Anhang 6: Steuersatz

- Bund 8.5% (Gewinnsteuer)
- Kanton 8.46% (Kapital- und Gewinnsteuer)

**Verwendeter Unternehmenssteuersatz: 16.96%**

In der Praxis werden die latenten Steuern auf Stillen Reserven häufig mit dem halben Gewinnsteuersatz ermittelt. Latente Steuern auf nicht-betriebsnotwendigem Vermögen werden jedoch zum vollen Steuersatz berechnet, weil durch die Veräusserung dieser Vermögenswerte die stillen Reserven unmittelbar realisiert werden könnten. (Turnes & Hauser, 2019)

**Latenter Steuersatz auf Stillen Reserven von nicht-betrieblichen Vermögenswerten: 16.96%**

**Latenter Steuersatz auf Stillen Reserven von betrieblichen Vermögenswerten: 8.48%**

## 10. Anhang 7: Literaturverzeichnis

- Baldegger, J. (2020). Nachfolge 1.0. Seco.
- Bechtiger, P. (2020). Unternehmensnachfolge der Fester AG. Diplomarbeit zum eidg. dipl. KMU-Finanzexperten. IAF.
- Bechtiger, P. (2020). Pensionskasse. Vorlesungsunterlagen CAS Advanced Wealth Management.
- BFS. (2020). Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen Geschäftsjahre 2016 und 2017 . Bundesamt für Statistik.
- Büchel, U. (2020). Private Finanzplanung. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Castedello, M. (2020). Cost of Capital Study 2019. KPMG München.
- Damodaran, A. (2020). *Branchen-Beta-Werte*. Von <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> abgerufen
- DUB. (2020). *Deutsche Unternehmerbörse*. Von <https://www.dub.de/kmu-multiples/> abgerufen
- ESTV. (2020). Kreisschreiben Nr. 14: Verkauf von Beteiligungsrechten aus dem Privat- in das Geschäftsvermögen eines Dritten („indirekte Teilliquidation“). Eidgenössische Steuerverwaltung ESTV.
- Fasel, E. (2020). *Planung einer nachhaltigen Unternehmensnachfolge mit Fokus auf die Unternehmensbewertung*. Praxisprojekt 3 FHS St. Gallen.
- Frei, O. (2020). Immobilien. Vorlesungsfolien KMU-Finanzexperte.
- HEV. (2020). *Hauseigentümer Verband Schweiz HEV*. Von <https://www.hev-schweiz.ch/vermieten/mietverhaeltnis/referenzzinssatz/> abgerufen
- Hofstetter, R. (2020). Unternehmensnachfolge. Vorlesungsunterlagen VZ Vermögenszentrum.
- Huber, J. (2020). Steuern - Grundstückgewinnsteuer. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Lombriser, R. (2018). *Strategisches Management*. Versus.
- Lüchinger, N. (2020). *Mit Weitblick zur Unternehmensnachfolge*. Praxisprojekt 1 FHS St. Gallen.
- Meierhans, S. (2020). Mitarbeiterbeteiligungsplan: Nachfolgeplanung via Mitarbeiterbeteiligung. *Kundenmagazin für KMU*.
- Praxmarer, M. (2020). Unternehmensverkauf im Zuge einer Nachfolgeregelung. *ITERA*.
- Renggli, K. (2020). Unternehmensbewertung. Aargauische Kantonalbank.
- Schmitt, T. (2019). *Unternehmensbewertung*. Startlink AG.
- Schmitt, T. (2020). *Startlink - Unternehmensbewertung Zusatzinformationen*. Von <https://www.startlink.ch/unternehmensbewertunhg-zusatzinformationen> abgerufen
- SG, K. (2020). *Steuerkalkulator Unternehmen*. Von <https://www.sg.ch/steuern-finanzen/steuern/steuerkalkulator/juristische-personen.sendCQForm.html> abgerufen
- SNB. (2020). *Aktuelle Zinssätze*. Von [https://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/zidea/id/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t2](https://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates#t2) abgerufen
- Sramek, B. (2020). Holdingprivileg Adieu! Voser Rechtsanwälte.



- Thomssen, M. (2020). Dividendenbesteuerung nach Umsetzung STAF-Vorlage. *Tax Observer*.
- Tormen, T. (2020). Steuern. Vorlesungsunterlagen KMU-Finanzexperte.
- Turnes, E., & Hauser, M. (2019). *Unternehmensbewertung und Aktienanalyse*. SKV.
- VZ. (2020). Finanzierung einer Unternehmensnachfolge. VZ Vermögenszentrum Eigenverlag.
- VZ. (2020). Unternehmensgewinne steuergünstig in das private Vermögen überführen. VZ Vermögenszentrum, Eigenverlag.



## Tipps für das Lösen der Aufgaben: Unternehmensnachfolge mittels MBO

Pascal Bechtiger<sup>a</sup> & Marco Gehrig<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Pascal Bechtiger, M.A. HSG Banking und Finance, eidg. dipl. KMU-Finanzexperte  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [pascal.bechtiger@ost.ch](mailto:pascal.bechtiger@ost.ch)

<sup>b</sup> Marco Gehrig, Prof. Dr. oec. HSG, eidg. dipl. Wirtschaftsprüfer  
OST Ostschweizer Fachhochschule, Institut für Unternehmensführung,  
Rosenbergstrasse 59, 9001 St. Gallen, [marco.gehrig@ost.ch](mailto:marco.gehrig@ost.ch)

**Abstract.** In der Fenster AG steht eine Unternehmensnachfolge an. Der alleinige Firmeninhaber möchte den Übergabeprozess früh genug starten – insbesondere deshalb, weil die strategische, operative und finanzielle Übergabe zeitlich gestaffelt erfolgen und sich so in die Länge ziehen kann. Leider steht dem Firmeninhaber keine familieninterne Nachfolge offen (Family Buy Out), jedoch zeigen sich mehrere Mitarbeiter interessiert, sich (strategisch, operativ und/oder finanziell) an der Fenster AG zu beteiligen. Entsprechend soll überprüft werden, ob und in welcher Form ein Management Buy Out möglich ist.

## **Tipps für das Lösen der Aufgaben**

### **Aufgabe 1**

Wie steht es um die Nachfolgefähigkeit und -würdigkeit des Unternehmens?

Tipp für die Bearbeitung: Prüfen Sie nebst der Ausgangslage insbesondere die Stabilität, Fitness und Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells anhand der Canvas-Modell-Analyse (Anhang 1), Porter-5-Forces-Analyse (Anhang 2) sowie der SWOT-Analyse (Anhang 3).

### **Aufgabe 2**

Wie steht es um die finanziellen Kennzahlen des Unternehmens?

Tipp für die Bearbeitung: Führen Sie in einem ersten Schritt eine Bilanz- und Erfolgsrechnungsanalyse durch und plausibilisieren und hinterfragen Sie in einem zweiten Schritt den Finanzplan (Anhang 5) mittels der vorliegenden Canvas-Modell-Analyse (Anhang 1), Porter-5-Forces-Analyse (Anhang 2) sowie der SWOT-Analyse (Anhang 3).

### **Aufgabe 3**

Wie hoch ist der Unternehmenswert / die Unternehmenswertbandbreite?

Tipp für die Bearbeitung: Ermitteln Sie den Unternehmenswert mittels verschiedenen Bewertungsmethoden (Substanzwert, Ertragswert, Mittelwert, DCF, Multiplikator).

### **Aufgabe 4**

Wie kann der Unternehmenskauf durch die Mitarbeiter finanziert werden? Was sind die Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten?

Tipp für die Bearbeitung: Zeigen Sie unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmenskaufs (1-Stufige (direkt) und 2-Stufige (indirekt über Erwerbsholding)) auf. Berücksichtigen Sie dabei sowohl die in der Ausgangslage erwähnten Finanzierungsmöglichkeiten (Bankdarlehen, Verkäuferdarlehen, Earn-Out-Modell sowie allfällige Minderheitsbeteiligungen weiterer Mitarbeiter) als auch die direkten und indirekten Eigenmittel des potenziellen Käufers (siehe Ausgangslage).

### **Aufgabe 5**

Wie soll mit den nicht betrieblichen Vermögenswerten am besten umgegangen werden?

Tipp für die Bearbeitung: Konzentrieren Sie sich insbesondere auf die Immobilien.

### **Aufgabe 6**

Wie könnte ein möglicher Projektplan für die Unternehmensnachfolge aussehen?

Tipp für die Bearbeitung: Teilen Sie die Unternehmensnachfolge in Phasen auf und überlegen Sie sich die jeweils notwendigen Teilschritte. Konzentrieren Sie sich hierbei sowohl auf die Unternehmens- als auch auf die Private Ebene des Eigentümers.