

Unternehmensbewertung sei mehr Kunst als Wissenschaft, so heisst es. Allerdings folgt auch die Kunst bestimmten Grundsätzen und verlangt handwerkliches Können. Der Beitrag zeigt den Stand der Bewertungslehre und dessen Umsetzung in der Schweizer Bewertungspraxis auf. Grundlage ist eine Untersuchung veröffentlichter Bewertungsgutachten der Jahre 2009 bis 2011.

TOBIAS HÜTTICHE

ZUR PRAXIS DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER SCHWEIZ

Stand der Bewertungslehre und Umsetzung

1. EINLEITUNG

Die Unternehmensbewertung ist die Königsdisziplin der betriebswirtschaftlichen Beratung. Sie gehört zu den Kernaufgaben der Treuhand- und Revisionsbranche. Auch in der betriebswirtschaftlichen Theorie nimmt die Unternehmensbewertung breiten Raum ein. Dabei hat die Finanz- und Kapitalmarkttheorie die Bewertungslehre erheblich beeinflusst. Mit der Leistungsfähigkeit der Hard- und Software stieg auch die Komplexität der Bewertungsmodelle. Vor Jahren genühten noch Grundrechenarten, um ein Unternehmen zu bewerten. Heute sind solide statistische Kenntnisse erforderlich, um ein Bewertungsgutachten auch nur zu verstehen. Wissenschaftliche Diskussion und robuste Praxis stehen damit in einem Kontrast [1]. Sogenannte «Praktikermethoden» sind ob ihrer Einfachheit zwar beliebt und «bestechend» [2], «können jedoch von der Theorie her nicht begründet werden» [3].

Die Bewertungspraxis stellt dies vor grosse Herausforderungen: Was ist theoretisch möglich, was wird praktisch getan und was wird damit auch erwartet? Diese Fragestellungen bildeten den Ausgangspunkt einer Untersuchung der Schweizer Bewertungspraxis.

Dazu wurden die seit 2009 auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlichten Fairness Opinions und Bewertungsberichte auf die verwandten Methoden und Parameter analysiert [4]. Fairness Opinion und Bewertungsbericht haben eine unterschiedliche Bewertungsoptik. Diese kann zu unterschiedlichen Werten führen. Keine zwingenden Unterschiede bestehen jedoch bei Verfahrenswahl und Finanzmodell.

Auf der Webseite der Übernahmekommission wurden von 2009 bis einschliesslich 2011 insgesamt 17 Fairness Opinions

und 8 Bewertungsberichte veröffentlicht (*Abbildung 1*). Von diesen insgesamt 25 Bewertungsgutachten wurden 19 von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erstellt und 6 von (Investment-)Banken. 6 der Gutachten betrafen Immobilien- oder Investmentgesellschaften bzw. eine Bank. Da deren Bewertung besonderen Grundsätzen folgt, wurden diese Gutachten aus der weiteren Analyse ausgeschlossen. Anzunehmen ist, dass jedes Gutachten der «Hausmeinung» des Bewerbers entspricht. Die Feststellungen werden daher auch über die untersuchten Gutachten hinaus Aussagen zur Bewertungspraxis erlauben.

2. BEWERTUNGSMETHODEN

Nur ein Zukunftserfolgswert kann ein richtiger Unternehmenswert sein, darin ist sich die Bewertungslehre einig. Dieser Zukunftserfolgswert wird aus Gewinnen (Ertragswertverfahren), Cashflows (Discounted-Cashflow – DCF-Verfahren) oder Dividenden (Dividend-Discount-Verfahren) berechnet [5]. Die Verbreitung dieser Bewertungsmethoden in der Schweiz war Gegenstand mehrerer Umfragen [6]. Diesen gemäss dominieren die zukunftsorientierten DCF- und Ertragswertverfahren.

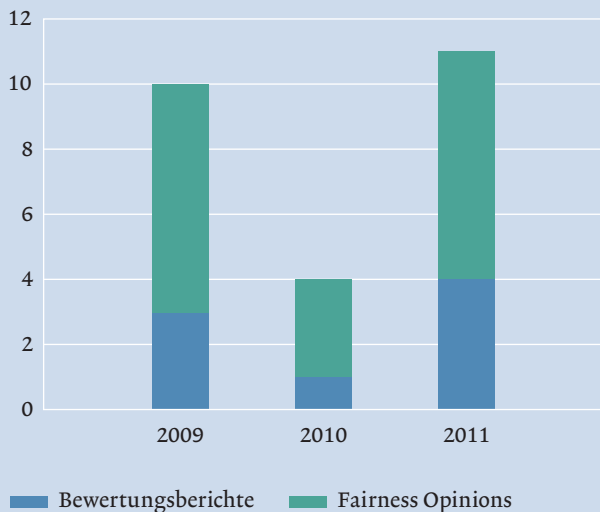
Unsere Feststellungen zur Bewertungspraxis bestätigen das Bild. Ganz überwiegend ist das DCF-Verfahren wertbestimmend; marktorientierte Verfahren (Multiplikatoren) werden fast nur zur Plausibilisierung eingesetzt [7]. In wenigen Fällen stehen die Ergebnisse beider Verfahren nebeneinander und bestimmen eine Wertbandbreite. In einem Fall wird der Durchschnitt beider Werte als Ergebnis der Bewertung präsentiert. In zwei Fällen – die allerdings dasselbe Unternehmen betreffen – wird dessen Wert «modular», also aus einer Kombination von DCF-Wert und Substanzwert abgeleitet. Der Substanzwert spielte in den untersuchten Gutachten keine Rolle. Allerdings wurden in einem Fall, in dem der DCF-Wert unter dem buchmässigen Eigenkapital lag, «Überlegungen zum Substanzwert» angestellt (*Abbildung 2*).

3. ERMITTLUNG VON KAPITALKOSTEN

3.1 Ermittlung der Eigenkapitalkosten. Zentrales Element einer auf zukünftigen Grössen beruhenden Wertermittlung, ist die Abzinsung der geplanten finanziellen Über-



TOBIAS HÜTTICHE,
PROF. DR., CVA,
WIRTSCHAFTSPRÜFER,
STEUERBERATER (D),
LEITER INSTITUT
FÜR FINANZMANAGEMENT,
HOCHSCHULE FÜR
WIRTSCHAFT FHNW, BASEL

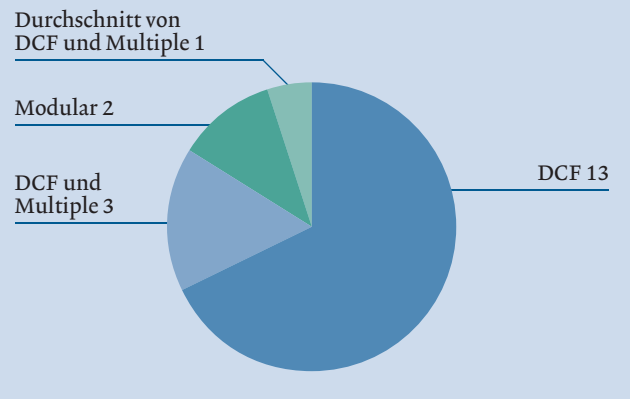
Abbildung 1: **VERÖFFENTLICHTE BEWERTUNGSGUTACHTEN**

schüsse mit den Kapitalkosten. Zur Ableitung von Eigenkapitalkosten werden verschiedene Ansätze vertreten. Diese lassen sich drei wesentlichen Gruppen zuordnen [8]:

→ Subjektive Schätzung; → Schätzung auf Basis von Kapitalmarktdaten (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*); → Schätzung auf Basis von Prognosedaten (Dividenden oder Earnings Per Share – EPS).

In den untersuchten Bewertungsgutachten werden Eigenkapitalkosten ausschliesslich aus dem CAPM abgeleitet. Unterschiede sind jedoch bei der Herleitung der einzelnen Komponenten – risikofreier Zinssatz, Marktrisikoprämie und Risikozuschlag – zu beobachten.

3.1.1 Risikofreier Zins. Der risikofreie Zins wird in der Bewertungslehre wohl übereinstimmend als die Verzinsung einer

Abbildung 2: **WERTBESTIMMENDE METHODE(N)**

Staatsanleihe ohne jedes Ausfall- und Währungsrisiko angenommen. Methodisch kann diese wie folgt abgeleitet werden [9]:

→ Historische Durchschnittsrenditen; → Stichtagsrendite; → periodenspezifische Spot Rates.

Historische Durchschnittsrenditen sind einfach und transparent zu ermitteln. Ihre Verwendung lässt sich mit dem Anspruch einer zukunftsbezogenen Bewertung jedoch nur schwer in Einklang bringen. Der Zins am Bewertungsstichtag entspricht zwar dieser Zukunftsorientierung, führt aber nur bei flachen Zinsstrukturkurven zu angemessenen Ergebnissen. In den anderen Fällen ist eine Berechnung mit Spot Rates (Ableitung aus Zinsstrukturkurven) zu bevorzugen.

Die Untersuchung der veröffentlichten Bewertungsgutachten zeigt, dass zumindest noch im Untersuchungszeitraum die Verwendung von einheitlichen, am Bewertungsstichtag festgestellten Effektivzinssätzen mit Laufzeiten zwischen 10 und 30 Jahren dominierte. In einem Fall wurde

der Effektivzinssatz an das historisch höhere Zinsniveau angepasst.

Die methodischen Unterschiede führen zu erheblichen Zinsdifferenzen: Je nach Verfahren ergibt sich für Bewertungsstichtage in 2011 ein Satz von 1,7% (Schweizer Bundesobligation, Laufzeit 10 Jahre), 2,4% bis 2,9% (Zinsstrukturkurve) oder gar 4% (an die historische Entwicklung angepasster Zins).

3.1.2 Marktrisikoprämie. Weiterer Bestandteil des CAPM ist die Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie repräsentiert den Marktpreis des systematischen Risikos [10]. Dieser leitet sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikofreien Zinssatz ab.

Die Bewertungslehre diskutiert zur Ableitung der Marktrisikoprämie im Wesentlichen zwei Verfahren [11]: Die *Dimson/Marsh/Staunton*-Methode und die Ermittlung impliziter Marktrisikoprämien [12]. Die untersuchten Gutachten verwenden ausschliesslich Ersteres. Die erforderlichen Zeitreihen werden überwiegend der Langfriststudie von *Pictet&Cie* entnommen [13]. Entsprechend wurde für Bewertungsstichtage in 2011 zuletzt eine Marktrisikoprämie von 5,0% angenommen. Im Einzelfall werden ergänzende Daten von *Bloomberg* oder *Damodaran* [14] verwendet resp. eigene Berechnungen angestellt.

Über einen Multiplikator (Beta), wird die Marktrisikoprämie in das systematische Risiko des Bewertungsobjekts transformiert. Zwar ist die Methodik der Ableitung eines solchen Risikomasses grundsätzlich immer dieselbe, allerdings bestehen Unterschiede in der Parametrisierung des Modells (Levered oder Unlevered Beta, Raw oder Adjusted Beta, 2-, 3- oder 5-Jahres-Beta) [15].

In den untersuchten Gutachten wird das für die Bewertung verwandte Beta ganz überwiegend aus einer Peer Group abgeleitet, im Einzelfall werden branchenspezifische, sog. *Industry Betas* eingesetzt. Die für die Vergleichsunternehmen festgestellten Betas werden an die Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst (Relevered Beta). Nur in einem Fall wird das Beta des zu bewertenden Unternehmens verwendet und mit dem der Vergleichsgruppe plausibilisiert. Soweit angegeben, dominieren 2- und 3-Jahres-Betas, die mehrheitlich wöchentlich erhoben werden.

3.1.3 Zu- und Abschläge. Das CAPM schätzt nur das nicht diversifizierbare, systematische Risiko. Neben Zuschlägen für das unsystematische Risiko werden diese für die eingeschränkte Liquidität bzw. Fungibilität und Mehrheitserwerbe diskutiert [16].

Die Praxis bezüglich der Grössenzuschläge ist bemerkenswert: In 14 der 19 untersuchten Gutachten wurden *size premia* verwendet. Weitere 4 Bewerter behaupten zwar grundsätzlich deren Berechtigung, verneinen sie jedoch im konkreten Fall (bspw. grosses Unternehmen oder Start Up). In der jüngsten analysierten Fairness Opinion werden Prämien und Abschläge jedoch rundheraus abgelehnt, da «die Nachvollziehbarkeit und Begründung für solche Abschläge unzureichend» [17] sei. Diese Ansicht steht im Einklang mit Best Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Fi-

nanzanalyse und Asset Management (DVFA) [18], allerdings im krassen Gegensatz zur (derzeitigen) Schweizer Bewertungspraxis. Offensichtlich hat sich auch die Übernahmekommission noch keine abschliessende Meinung zu diesem Thema gebildet [19]. Mit gewisser Spannung bleibt die weitere Entwicklung abzuwarten.

Auch auf ein weiteres Fundstück ist hinzuweisen: Bei der Bewertung eines (Start-Up)-Unternehmens wurden die Kapitalkosten in Fairness Opinion und Bewertungsbericht weiter modifiziert: In der Fairness Opinion durch Hochschleusung des *Weighted Average of Capital (WACC)* – von 11,8% auf 29,5% – mit der Erfolgswahrscheinlichkeit der Unternehmung (probability of success), im Bewertungsbericht – unter Verweis auf eine Publikation [20] – mit einem Zuschlag für den Value Added und die Unsicherheit (17,5% auf die Eigenkapitalkosten).

3.2 Ermittlung der Fremdkapitalkosten. In der Bewertungslehre werden im Wesentlichen zwei Ansätze zur Ableitung von Fremdkapitalkosten diskutiert [21]: Der auf Marktdaten beruhende Ansatz leitet auch die Fremdkapitalkosten über das CAPM ab, schätzt diese aus Obligationenpreisen oder Aktienkursen (*Merton Modell*). Alternativ können die Fremdkapitalkosten – wie die Beta-Faktoren auch – aus einer Analyse von Vergleichsunternehmen abgeleitet werden (vorhandene Kreditratings oder kennzahlenbasierte synthetische Ratings). Nur eines der untersuchten Gutachten wählt den ersteren Weg; fast alle anderen leiten die Fremdkapitalkosten aus einem Rating, Schätzungen des Managements und des Bewerter oder einer Vergleichsgruppe ab. In zwei Fällen werden die aktuell zu zahlenden Fremdkapitalkosten herangezogen.

3.3 Ableitung der Kapitalstruktur. Die Berechnung des WACC setzt eine Annahme über das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital voraus. Sie kann folgendermassen getroffen werden [22]:

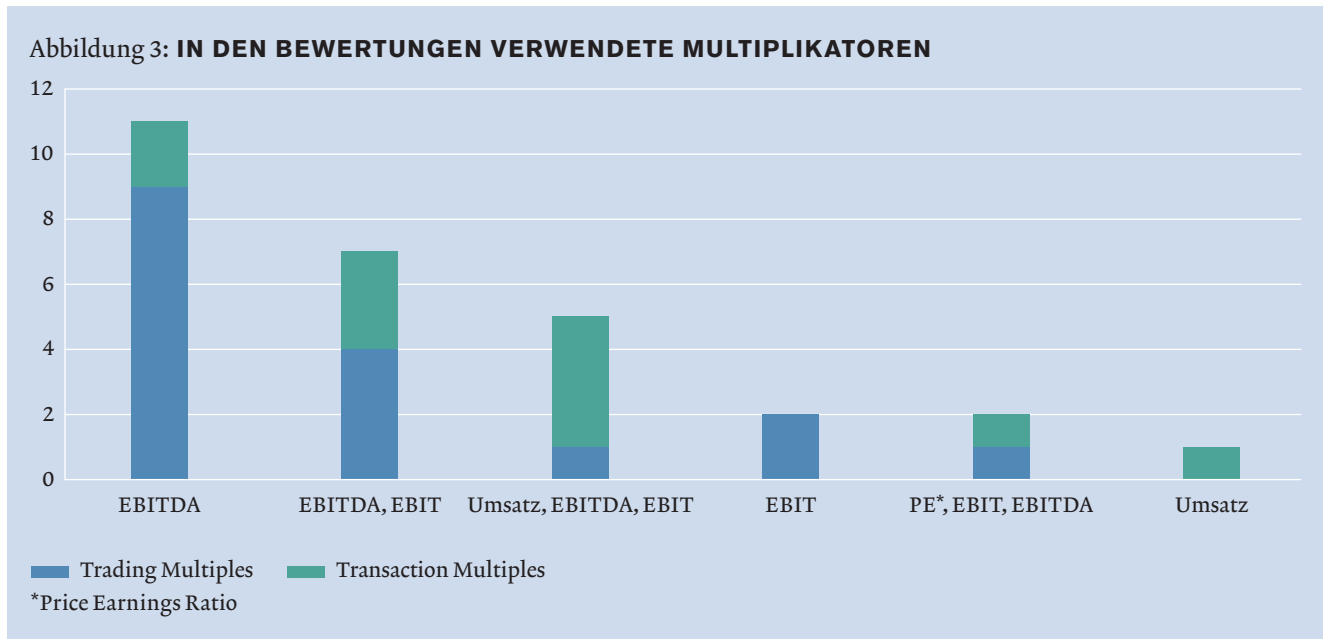
→ Aktuelle Kapitalstruktur; → Zielkapitalstruktur; → Jahrgenaue Berechnung der Kapitalstruktur (Roll-Back-Verfahren).

In 3 der 19 untersuchten Gutachten wurde die aktuelle Kapitalstruktur der Bewertung zugrunde gelegt. In allen anderen Fällen wurde eine Zielkapitalstruktur aus einer Vergleichsgruppe, den Verhältnissen in der jeweiligen Industrie oder Schätzungen des Managements abgeleitet. Eine jahrgenaue Berechnung der Kapitalstruktur wurde in keinem der vorliegenden Fälle vorgenommen.

4. PLANUNGSRECHNUNG

Die bewertungsrelevanten Grössen werden anhand einer Planungsrechnung ermittelt, die phasenweise aufgebaut sein sollte (Detailplanungszeitraum und Restwert) [23].

Die Länge des Detailplanungszeitraums hängt vom Geschäftsmodell und damit der Planbarkeit der zukünftigen Entwicklung ab. In den untersuchten Bewertungen findet sich eine entsprechende Bandbreite von 3 bis 20 Jahren mit dem Schwerpunkt auf dem Zeitraum von 3 bis 5 Jahren [13 von



19 Gutachten). Bei einem Start-Up-Unternehmen werden nach der individuell geplanten Anfangsphase von 2 Jahren die folgenden 3 Jahre aus einer Benchmark-Analyse vergleichbarer Unternehmen abgeleitet.

5. RESTWERT UND WACHSTUMSRATE

Die Bedeutung des Restwertes für den Unternehmenswert wird in der Bewertungslehre ausführlich diskutiert [24]. Er wird in seiner Grundform als ewige Rente eines normalisierten Cashflows berechnet, der den «eingeschwungenen» Zustand des Unternehmens unterstellt. Die Vorstellung eines unendlich Wert schaffenden Unternehmens stösst auf Bedenken, weshalb alternative Ansätze zur Berechnung oder zumindest Plausibilisierung des Restwertes entwickelt wurden [25]. Auch nach dem Detailplanungszeitraum wird von

einem Wachstum des Unternehmens ausgegangen (real und – inflationsbedingt – nominell), was sich in einer auf den Zinssatz angewandten Wachstumsrate ausdrückt [26].

Die untersuchten Gutachten gehen fast alle «naiv» [27] vor, und berechnen den Restwert in einem einfachen ewigen Rentenmodell. Ausnahmsweise werden bei der Bewertung eines Start-Up-Unternehmens ab dem zweiten Planungs-jahr Wachstumsraten aus einer Benchmarking-Analyse verwendet. Die Wachstumsrate berücksichtigt ganz überwiegend die Inflationserwartung. Nur in drei Fällen wird daneben noch ein reales Wachstum berücksichtigt.

6. SENSITIVITÄTSANALYSEN

Aufgrund der mit der Planung verbundenen Unsicherheit fordert die Bewertungslehre, zumindest Sensitivitätsanaly-

sen durchzuführen [28]. Sie dienen auch der Aufdeckung von Modellfehlern, der Identifikation von Werttreibern, der Potenzialanalyse sowie der Identifikation von Risikopotenzialen [29]. Die Praxis folgt mit wenigen Ausnahmen dieser Forderung. Mehrheitlich werden die wesentlichen Werttreiber – WACC, Wachstumsrate und Marge – variiert, in einigen Fällen zusätzlich der Steuersatz.

7. BEDEUTUNG VON MULTIPLIKATOREN

Multiplikatorverfahren schliessen aus dem Wert oder Preis vergleichbarer Unternehmen auf das Bewertungsobjekt. Die Bewertungslehre steht ihnen kritisch gegenüber und wirft diesen Theorielosigkeit vor [30]. Die berufsständischen Organisationen der Wirtschaftsprüfer lehnen die ausschliessliche Bewertung auf Basis von Multiplikatoren rundweg ab (Deutschland, Österreich) bzw. sehen darin nur eine in engen Grenzen anwendbare Methode (Schweiz). Unstrittig ist hingegen, dass Multiplikatoren zur Plausibilisierung verwendet werden können und sollen. Auf die Bedeutung der Verfahren in der untersuchten Praxis wurde bereits eingegangen.

Abbildung 3 zeigt die verwendeten Multiplikatoren. Deutlich wird zweierlei: Trading Multiples (Werte vergleichbarer Unternehmen) werden aufgrund besserer Verfügbarkeit und Repräsentativität häufiger verwendet als Transaction Multiples (Preise vergleichbarer Unternehmen). Schliesslich dominiert eindeutig der EBITDA-Multiplikator.

Multiples können auf Basis von historischen Daten (effective multiples) oder der Schätzung künftiger Grössen (forward multiples) berechnet werden. Im Untersuchungszeitraum werden überwiegend *forward multiples* verwendet, ggf. ergänzt um historische Werte.

Gemeinhin wird auch angenommen, dass die Güte des Multiplikators mit der Ähnlichkeit der für den Vergleich bei-

gezogenen mit dem zu bewertenden Unternehmen steigt. Naheliegender ist es, dabei auf die Branche und die Grösse der Unternehmen abzustellen. Die Untersuchung zeigt, dass daneben noch weitere Kriterien wie bspw. die Aktionärsstruktur oder die Verfügbarkeit von Gewinnprognosen Bedeutung haben. Die Vergleichsgruppen bestehen durchschnittlich aus rund zehn Unternehmen.

Will man Vergleichsgruppen ausschliesslich aus Schweizer Unternehmen bilden, stösst man schnell an die Grenzen des Kapitalmarkts. Einige Gutachten vereinen daher in einer Vergleichsgruppe zwei Arten von Unternehmen: Eine Teilgruppe besteht aus Unternehmen der gleichen Branche, die auch aus dem Ausland stammen können; die *Swissness* wird durch eine zweite Teilgruppe von Unternehmen mit Sitz in der Schweiz berücksichtigt, die nicht notwendigerweise der gleichen Branche entstammen, aber ein vergleichbares Geschäftsmodell haben.

8. FAZIT

Es zeigt sich, dass die Unternehmensbewertung in der Schweiz auf einem soliden Fundament ruht. Die wissenschaftliche Meinungsvielfalt führt nicht zur Methodenvielfalt. «Künstlerische Freiheiten» sind begrenzt. Es existiert offensichtlich Konsens in der Praxis, wie eine der herrschenden Lehren entsprechende, ordnungsmässige Unternehmensbewertung grundsätzlich aufgebaut sein sollte. Durchaus bewertungsrelevante Unterschiede bestehen im Detail. Deutlich werden auch aktuelle Tendenzen: So wird damit zu rechnen sein, dass der risikofreie Zins zunehmend aus periodenspezifischen Spot Rates abgeleitet wird. Auch die Diskussion um die Berechtigung von Zu- oder Abschlägen wird wohl vermehrt geführt werden. ■

Anmerkungen: 1) Siehe Volkart, ST 2010/1–2, S. 12. 2) Loderer/Wälchli, Handbuch der Bewertung, Band 2, Zürich 2010, S. 32. 3) Bucher/Elmiger/Imoberdorf/Koller/Langenegger/Meier/Siegrist, Unternehmensbewertung – Richtlinie und Grundsätze für die Bewertenden, Fassung April 2008, S. 16. 4) Berücksichtigt wurden die bis zum 31. Januar 2012 auf <http://www.takeover.ch> veröffentlichten Bewertungsgutachten betreffend Bewertungsstichtage zwischen dem 1.1.2009 und dem 31.12.2011. 5) Siehe nur den Überblick bei Gantenbein/Gehrig, ST 2007/9, S. 602–612. 6) Siehe Superina, Praxis der DCF-Bewertungsmethode in der Schweiz, Bern 2000 sowie Gantenbein/Gehrig, a. a. O., S. 602–612. 7) Soweit das DCF-Verfahren angewendet wird, erfolgt dies ausschliesslich in Form des Entity-Ansatzes. 8) Siehe bspw. Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 115–154; Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 2. Auflage, München 2006, S. 49–67. 9) Siehe Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Wiesbaden 2010, S. 85–91; Wiese/Gamprieder, ST 2007/6–7, S. 443–446. 10) Siehe Ernst/Schneider/Thielen, a. a. O., S. 54. 11) Dazu bspw. Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 125–134; Creutzmann/Heuer, Der Betrieb 2010, S. 1301f. Weniger rezipierte Ansätze sind bspw. die risikoneutrale Bewertung im Binomialverfahren, siehe Richter/Timmreck, Unternehmensbewertung, Stuttgart 2004, S. 67–71. 12) Im ersten Fall wird das Marktrisiko in der Weise bestimmt, dass von der erwarteten Rendite eines Portfolios sämtlicher risikobe-

hafteter Anlagen die erwartete risikofreie Rendite in Abzug gebracht wird. Ersteres wird in der Praxis durch einen Aktienindex abgebildet, von dessen Rendite dann der nach obigen Grundsätzen ermittelte, risikofreie Zins abgezogen wird. Implizite Marktrisikoprämien werden durch Diskontierung der aus dem Marktportfolio erwarteten Dividenden und dessen aktuellem Wert berechnet (basierend auf dem Dividend-Discount-Modell). Siehe jüngst Schneller/Schwendener/Elsaesser, ST 2010/10, S. 658–666. 13) Diese erstmals in 1988 publizierte Untersuchung vergleicht die Performance von Schweizer Aktien seit Ende 1925 mit derjenigen von Schweizer-Franken-Obligationen. Siehe <http://www.pictet.com/de/home/communications/research/special/performance.html>. 14) Siehe <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>. 15) Siehe bspw. Ernst/Schneider/Thielen, a. a. O., S. 53–55; Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 134–138; Kern/Mölls, Corporate Financebiz 2010, S. 440–448. 16) Siehe Cheridito/Schneller, ST 2008/6–7, S. 416–421. 17) Siehe Bank Sarasin & Cie AG, Gutachten zur Feststellung des fairen Wertes von Newave Energy Holding SA vom 6.12.2011, S. 16. 18) Siehe DVFA, Best Practice Empfehlungen für die Unternehmensbewertung, Oktober 2011, S. 16. 19) Im angesprochenen Fall ergeben sich aufgrund unterschiedlicher Handhabung in der Fairness Opinion und dem Bewertungsbericht erhebliche Unterschiede, welche Gegenstand einer Untersuchung der Übernahmekommission waren. Diese teilt mit, dass «eine vertiefte Auseinandersetzung» nicht erforderlich

sei, da die verwendeten Parameter in den beiden Gutachten transparent aufgezeigt seien (Verfügung 499/01, S. 5). 20) Siehe Frei, Assessment and Valuation of High Growth Companies, S. 179 ff., Bern 2006. 21) Siehe Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 158–181; Ernst/Schneider/Thielen, a. a. O., S. 70–74; Volkart, Corporate Finance, 4. Auflage, Zürich 2008, S. 353 f.; ders., Kapitalkosten und Risiko, Zürich 2008, S. 49–76. 22) Siehe bspw. Ernst/Schneider/Thielen, a. a. O., S. 47–49. 23) Siehe Ernst/Schneider/Thielen, a. a. O., S. 42 f. 24) Siehe nur Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 273–310. 25) Um diesen zu begegnen, berücksichtigt das CAP-Modell (Competitive Advantage Period), dass nur für eine beschränkte, nach dem Detailplanungshorizont liegende Zeit zusätzliche, wertschaffende Projekte gefunden werden können. Weitere in der Bewertungslehre vertretene Ansätze sind bspw. die Berechnung von Exit-Multiples, das H-Modell sowie die Fortführungswert- oder Wertfaktorenformel. Zu letzteren Cheridito/Schneller, ST 2004, S. 735–714. 26) Umstritten ist, ob beide Aspekte – das reale und das nominale Wachstum – nicht auch getrennt erfasst werden müssten. Zur Diskussion siehe Spremann/Ernst, Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Oldenburg 2010, S. 54–60; a. A. hingegen jüngst Friedl/Schwetzer, Corporate Financebiz 2011, S. 352–358. 27) Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 274. 28) Siehe bspw. Volkart, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 2010, S. 44. 29) Siehe Loderer/Wälchli, a. a. O., S. 267 f. 30) Dezidiert bspw. Ballwieser, a. a. O., S. 213–216.