

Masterarbeit

Kritische Betrachtung der Unternehmensbewertung von Hotels

Welche Besonderheiten beeinflussen die Bewertung von KMU Hotels im Wesentlichen?

Referent

Sikander von Bhicknapahari, lic.iur., dipl. Experte in Rechnungslegung & Controlling
Bellerivestrasse 2, 8008 Zürich

Persönliche Angaben

Verfasser: Daniel Deutscher, Schwalbenweg 53, 8500 Frauenfeld
Institut: STI Schweizerisches Treuhandinstitut FH AG, Josefstr. 53, 8005 Zürich
Lehrgang: Master of Advanced Studies FH in Treuhand und Unternehmensberatung
Klasse: MAS_TH_ZH_082
Abgabe: 18. Oktober 2010

Inhaltsverzeichnis

1	Management Summary	7
2	Einleitung	9
2.1	Begriffsdefinition Hotel	9
2.2	Besonderheiten Hotelbewertung.....	10
2.3	Gründe einer Unternehmensbewertung.....	10
2.4	Problemstellung	11
2.5	Zentrale Fragestellung	13
3	Theorie	14
3.1	Bewertungsstandards	14
3.1.1	Staatliche Förderung seit 1915	14
3.1.2	Staatlicher Einfluss auf die Bewertung.....	15
3.1.3	Staatliche Förderung ab 2003.....	19
3.1.4	SGH-Standard	20
3.1.5	European Valuation Standards (EVS).....	22
3.1.6	International Valuation Standards (IVS).....	23
3.2	Methoden der Unternehmensbewertung.....	23
3.2.1	Substanzwertmethode	23
3.2.2	Ertragswertmethode.....	24
3.2.3	Mittelwertmethode (Praktikermethode)	26
3.2.4	Übergewinnverfahren.....	27
3.2.5	Discounted Cash Flow-Methode (DCF)	28
3.2.6	Economic Value Added-Methode (EVA)	31
3.2.7	Weitere Bewertungsmethoden.....	32
3.2.8	Due Diligence Review.....	33

3.3	Einflussfaktoren	35
3.3.1	Besonderheiten von Klein- und Mittelbetrieben	35
3.3.2	Qualität von Informations- und Datenmaterial.....	35
3.3.3	Unternehmerlohn	36
3.3.4	Reinvestitionsbedarf	36
3.3.5	Kapitalkostensatz.....	39
4	Methode	40
4.1	Das Interview als Kommunikationsprozess.....	40
4.2	Auswahl der Interviewpartner	41
4.3	Kontaktaufnahme zu Interviewpartner	41
4.4	Konstruktion des Interviewleitfadens.....	42
4.5	Vorbereitung des Interviews	43
4.6	Experteninterview führen	44
4.7	Nach dem Interview	46
4.8	Auswertung von Experteninterviews	47
5	Ergebnisse	48
5.1	Expertenkreis.....	48
5.1.1	Spezialwissen Unternehmensbewertung Hotellerie	48
5.1.2	Operative Erfahrung in der Hotellerie.....	49
5.1.3	Spezialkenntnisse Hotelliegenschaften.....	50
5.1.4	Branchenfremdes Fachwissen Unternehmensbewertung.....	50
5.1.5	Gesamtanalyse Expertenwissen.....	51
5.2	Gründe der Bewertung.....	52
5.2.1	Abhängigkeit von Bewertungsgrund und -methode	53
5.3	Besonderheiten von Klein- und Mittelbetrieben	54

5.3.1	Abgrenzung beziehungsbedingter Umsätze	55
5.3.2	Überprüfung betrieblich notwendiges Anlagevermögen.....	56
5.4	Qualität von Informations- und Datenmaterial.....	58
5.4.1	Planzahlen der Unternehmensleitung	59
5.4.2	Qualität der erhaltenen Unterlagen	60
5.5	Unternehmensleitungsaufwand.....	61
5.6	Reinvestitionsbedarf	62
5.7	Kapitalkostensatz.....	64
5.8	Bewertungsergebnisse	66
5.9	Einfluss der staatlichen Förderung auf die Bewertung.....	68
5.10	Weitere Einflussfaktoren	69
6	Konklusionen	70
6.1	Einleitung	70
6.2	Theoretische Grundlagen	71
6.3	Methodische Vorgehensweise	72
6.4	Resultate.....	73
7	Literaturverzeichnis.....	77
8	Verzeichnis Interviewpartner	79
9	Anhang	80
9.1	Anhang A: Interviewleitfaden	80

Abkürzungsverzeichnis

BFS	Bundesamt für Statistik
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
EBT	Earning befor Tax
etc.	et cetera
evtl.	eventuell
FCF	Free Cash Flow
FF&E	Fixtures-, Furniture and Equipment
ggf.	gegebenenfalls
HBG	Schweizerische Bürgschaftsgenossenschaft für die Saisonhotellerie
L-GAV	Landesgesamtarbeitsvertrag für das Gastgewerbe
RevPAR	Revenue per available room
SGH	Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit
SHTG	Schweizerische Hotel-Treuhand-Gesellschaft
SNB	Schweizerische Nationalbank
usw.	und so weiter
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Gründe einer Unternehmensbewertung	11
Abbildung 2	Veränderung der Hotelbetriebe von 1998 – 2008	12
Abbildung 3	Ermittlung massgebender Erträge gemäss Art. 7.....	16
Abbildung 4	Ermittlung des Ertragswertes gemäss Art. 8	17
Abbildung 5	Free Cash Flow Ermittlung nach SGH	20
Abbildung 6	DCF Methode nach SGH	22
Abbildung 7	Substanzwertberechnung.....	24
Abbildung 8	Berechnung Ertragswert.....	26
Abbildung 9	Mittelwertmethode (Schweizer Verfahren)	26
Abbildung 10	Berechnung Mittelwert.....	27
Abbildung 11	Übergewinn	27
Abbildung 12	Übergewinnverfahren.....	28
Abbildung 13	Berechnung Übergewinnverfahren.....	28
Abbildung 14	Berechnung Free Cash Flow.....	29
Abbildung 15	Berechnung Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	30
Abbildung 16	Berechnungsbeispiel DCF-Modell.....	30
Abbildung 17	Conversion nach EVA	31
Abbildung 18	Berechnungsbeispiel Kapitalkostensatz	39
Abbildung 19	Auswertung von Experteninterviews	47
Abbildung 20	Spezialwissen Hotellerie der Experten	49
Abbildung 21	Operative Erfahrung der Experten	49
Abbildung 22	Spezialkenntnisse Hotelliegenschaften	50
Abbildung 23	Branchenfremdes Fachwissen Unternehmensbewertung.....	51
Abbildung 24	Kern- und Fachkompetenz Expertenwissen.....	51
Abbildung 25	Bewertungsgründe	52

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Ertragswert gemäss Vollziehungsverordnung Art. 8.....	18
Tabelle 2	Berechnungsbeispiel EVA	32
Tabelle 3	Berechnungsbeispiel Reinvestitionsbedarf	38
Tabelle 4	Kontaktaufnahme Experten	42

1 Management Summary

Nach wie vor bestehen 80% der 5'500 Hotelbetriebe in der Schweiz aus Klein- und Mittelbetrieben im Segment von 5 bis 50 Zimmer. Der Umstand, dass die Anzahl Betriebe um 9.6% abgenommen, die Bettenanzahl jedoch um 2.3% zugenommen hat, zeigt die Tendenz zu grösseren Betrieben. Wie weiter aus der Kreditstatistik der Schweizerischen Nationalbank zu entnehmen ist, hat das Ausleihvolumen zwischen 1997 und 2007 stark abgenommen und ist erst seit 2007 wieder leicht am steigen.

Die weiterhin hohe Zahl an Betrieben, die zurückhaltende Investitionstätigkeit und die Tendenz zu grösseren Betrieben zeigen exemplarisch die Probleme der Schweizer Hotellerie auf: steigender Investitionsbedarf bei sinkenden Renditen und viele ungelöste Nachfolgeprobleme. Aufgrund dieser Tatsachen rückt die Unternehmensbewertung ins Zentrum der Massnahmen. Viele Inhaber stehen in den nächsten Jahren vor tiefgreifenden Entscheidungen, welche sie mit Hilfe einer Unternehmensbewertung treffen müssen. Die Studie zeigt die branchenspezifischen Differenzen sowie welche Arten der Bewertung zur Anwendung kommen. Weiter wird anhand von branchenspezifischen Einflussfaktoren aufgezeigt, welche Faktoren eine hohe Relevanz und Gewichtung auf das Ergebnis haben und wie diese durch vorbereitende Massnahmen und Handlungen beeinflusst werden können. Die Studie soll der Praxis Werkzeuge zur Verfügung stellen, um Unternehmensbewertungen besser zu verstehen, um so mehr Einfluss auf Bewerber, Finanzierer und Nachfolger zu erhalten. Im Theorieteil wird auf die Begriffsdefinition „Hotel“ und den geschichtlichen Hintergrund der Bewertung von Hotels in der Schweiz eingegangen. Anhand detaillierter Erläuterungen wird der aktuelle SGH-Standard aufgezeigt und kurz auf europäische und internationale Standards verwiesen. Weiter werden die Methoden der Unternehmensbewertung geschildert, um anschliessend auf die Einflussfaktoren und Grundlagen einzugehen. Insbesondere bei den ertragswertbasierenden Methoden haben Fehler in den Grunddaten massive Auswirkungen auf das Ergebnis. Es ist somit von zentraler Wichtigkeit alle Grundlagen und Berechnungen transparent und nachvollziehbar zu dokumentieren, um die nötige Akzeptanz der von gegenseitigen Interessen geprägten Parteien zu erhalten.

Da die Unternehmensbewertung von Hotels sehr komplex ist, wurden die Daten aufgrund von face to face Interviews mit den Experten erhoben. Die erhaltenen Informationen wurden anhand der digitalisierten Interviews transkribiert, via Suchraster extrahiert und mit

Quellenverweisen in die Resultate aufgenommen. Im Bereich der Konklusion wurden die Ergebnisse analysiert und interpretiert.

Die häufigsten Gründe für eine Unternehmensbewertung liegen nach wie vor in den Bereichen von Kauf und Verkauf, Investitionsvorhaben und Nachfolgeregelung. Jedoch haben Bewertungen im Bereich Projekt und Machbarkeitsstudien stark zugenommen. Unabhängig vom Bewertungsgrund haben sich die ertragswertbasierenden Bewertungsmethoden in der Hotellerie durchgesetzt, nicht zuletzt darum, weil die staatliche Förderung die DCF-Methode seit 2003 gesetzlich verankert hat. Da die DCF-Methode bei anlageintensiven Branchen Schwachstellen aufweist, wird diese von den Experten uneinheitlich angewandt. Die Sichtweise auf die Zukunft und die Erarbeitung von Planzahlen über einen Zeitraum von fünf Jahren stellt alle Experten vor grosse Herausforderungen. Je detaillierter und recherchiert die eigens erarbeiteten Planzahlen sind, desto mehr Einfluss kann auf den Experten und das Resultat erwirkt werden.

Der Bereich Ersatzinvestition und Nachholbedarf einer Liegenschaft bildet einen zentralen Einfluss auf die Bewertung. Je genauer der Reinvestitionsbedarf einer Liegenschaft ermittelt wird, desto besser können die Einflüsse auf die Bewertung geplant werden. Es ist somit unerlässlich, dass der Bewerter über grundlegende Fachkenntnisse im Bau- und Liegenschaftsbereich verfügt. Wie der ermittelte Reinvestitionsbedarf in die Bewertung einfließt, kann ebenfalls zu massiven Bewertungsdifferenzen führen.

Die Festlegung der Risikokomponente im Diskont- oder Kapitalisierungssatz stellt alle Bewerter vor Probleme. Es besteht unter den Experten keine Einigkeit. Sinnvoll für die Branche wäre ein Standardverfahren zur Ermittlung von Risikoprofilen je nach Region in der Schweiz. Aufgrund der Komplexität und Akzeptanz eines solchen Verfahrens kann dies jedoch nur durch eine übergeordnete oder staatliche Stelle erfolgen.

Die staatliche Förderung der Hotellerie im heutigen Umfeld wird durch die Experten differenziert wahrgenommen. Es ist sicher zu überprüfen, ob die Gewährung von nachrangigem Fremdkapital noch das richtige Instrument ist. Wäre es nicht sinnvoller für die gesamte Branche, die staatliche Förderung zur Erhebung von Daten, Branchenkennzahlen und zur Erarbeitung von regionalen Risikoprofilen zu verwenden? Ein Art Think Tank für die Schweizer Hotellerie?

2 Einleitung

Die Bewertung eines Unternehmens bildet die Grundlage für verschiedene Szenarien. Ob ein Unternehmen verkauft, infolge Erb- oder Nachfolgeregelung an die Nachkommen übergeht, Investitionen oder eine Umfinanzierung ansteht oder ggf. steuerliche Aspekte im Vordergrund stehen, die Unternehmensbewertung ist das zentrale Instrument für die Entscheidungsfindung.

2.1 Begriffsdefinition Hotel

Durch die Vielzahl von neuen Beherbergungsmöglichkeiten (Resorts, Ferienparks, Suites Hotels etc.) wird es immer schwieriger die Art der Beherbergungsmöglichkeit abzugrenzen oder gar zu definieren. Dr. Christian Laesser ¹ hat im Jahrbuch der Schweizer Hotellerie 2009 den Ansatz zur Definition des Begriffs „Hotel“ gelegt. Aufgrund der Faktoren Dienstleistung, Infrastruktur und Nutzung definiert er den Begriff „Hotel“ wie folgt:

„Betriebsstätte zur Beherbergung übernachtender Personen mit mindestens fünf Keys (privatisierbaren Sphären) und einem minimalen Dienstleistungsangebot, bestehend aus einem Schliess- und Informationsdienst sowie Reinigung der Keys. Mindestens fünf und mehr als 50 Prozent aller Keys stehen ausschliesslich transienten Gästen zur Verfügung, wobei transient gleichbedeutend ist mit einer tage- oder wochenweisen Buchbarkeit des Angebotes und einer zusammenhängenden Aufenthaltsdauer von maximal drei Monaten.“²

Mit der Definition des Faktors Dienstleistung wird festgelegt, dass ein Hotel mindestens über ein Schliess-, Informations- und Reinigungsdienst verfügen muss. Damit findet im Dienstleistungsbereich bereits eine klare Abgrenzung statt. Der Faktor Infrastruktur wird durch die Auslegung des BFS definiert, welches die Anzahl von fünf Zimmern als Minimum bestimmt. Die Nutzung wird weitgehend definiert, dass 50 Prozent aller Gäste transient (vorübergehend) sein müssen und die Möglichkeit der täglichen Buchbarkeit gegeben ist. Die maximale Aufenthaltsdauer wird auf drei Monate beschränkt und kann mit der bewilligungsfreien Aufenthaltsdauer in der Schweiz begründet werden. ³

¹ Professor für Tourismus und Dienstleistungsmanagement an der Universität St. Gallen.

² hotelleriesuisse und Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg). Jahrbuch der Schweizer Hotellerie. S. 102

³ hotelleriesuisse und Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg). Jahrbuch der Schweizer Hotellerie. S. 99-102

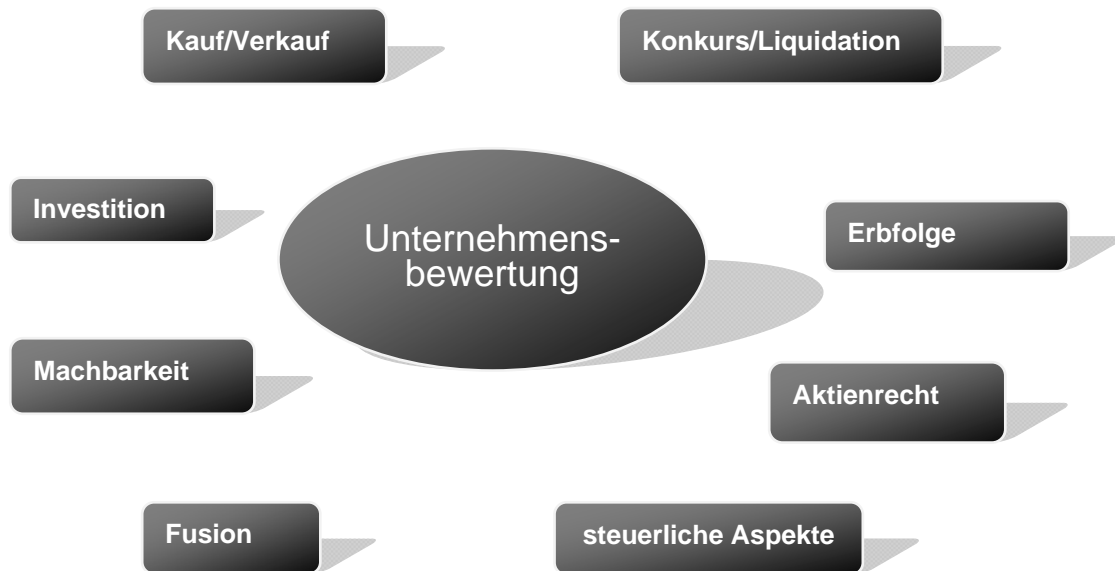
2.2 Besonderheiten Hotelbewertung

Die Besonderheit bei der Bewertung eines Hotels besteht sicher in der Frage: Wird die Liegenschaft oder die Unternehmung bewertet? Eine Differenzierung ist oftmals sehr schwierig, da die Liegenschaft auf den Hotelbetrieb abgestimmt wurde und somit eine andere Art der Nutzung oft ausgeschlossen wurde. Die Umnutzung von Hotelliegenschaften ist erfahrungsgemäss schwierig und kann wirtschaftlich häufig nicht umgesetzt werden. Aufgrund dieser Tatsache steht der Ertragswert, welcher in der Hotelliegenschaft erzielt werden kann, im Mittelpunkt der Wertermittlung. Ein allfälliger Substanz-, Real- oder Verkehrswert bildet lediglich eine Vergleichsgrösse zu ertragswertbasierenden Verfahren. Die Bewertung von Hotelunternehmungen, welche in einer Liegenschaft eingemietet oder über einen Managementvertrag verfügen, beinhaltet Zusatzrisiken in Form von bestehenden Miet- oder Managementverträgen. Da die KMU Hotellerie in der Schweiz jedoch noch stark eigentümergeorientiert ist, wird vor allem auf diese Sichtweise eingegangen. Die Bewertung von Hotelliegenschaften wurde jedoch seit jeher stark durch die staatliche Förderung beeinflusst.

2.3 Gründe einer Unternehmensbewertung

Der Bewertungsanlass steht im Mittelpunkt. Eine genaue Analyse und Kenntnisse über den Anlass sind notwendig, um daraus das Ziel, die Vorschrift und die Bewertungsmethode abzuleiten.

Bewertungen aufgrund Unternehmerischer Aktivitäten



Bewertungen aufgrund gesetzlicher Basis

Zuerst muss der Bewertungsanlass definiert werden. Bewertungsanlass und Interessenlage bestimmen das Bewertungsziel und die geeignete Bewertungsmethode.⁴

2.4 Problemstellung

Nach wie vor beträgt der Anteil an Hotelbetrieben bis 50 Zimmer über 80% der gesamten 5'500 Betriebe in der Schweiz.⁵ Die Anzahl der Betriebe hat jedoch um 9.6% abgenommen, wobei die Anzahl Betten um 2.3% gestiegen ist, was die Tendenz zu grösseren Betrieben untermauert.

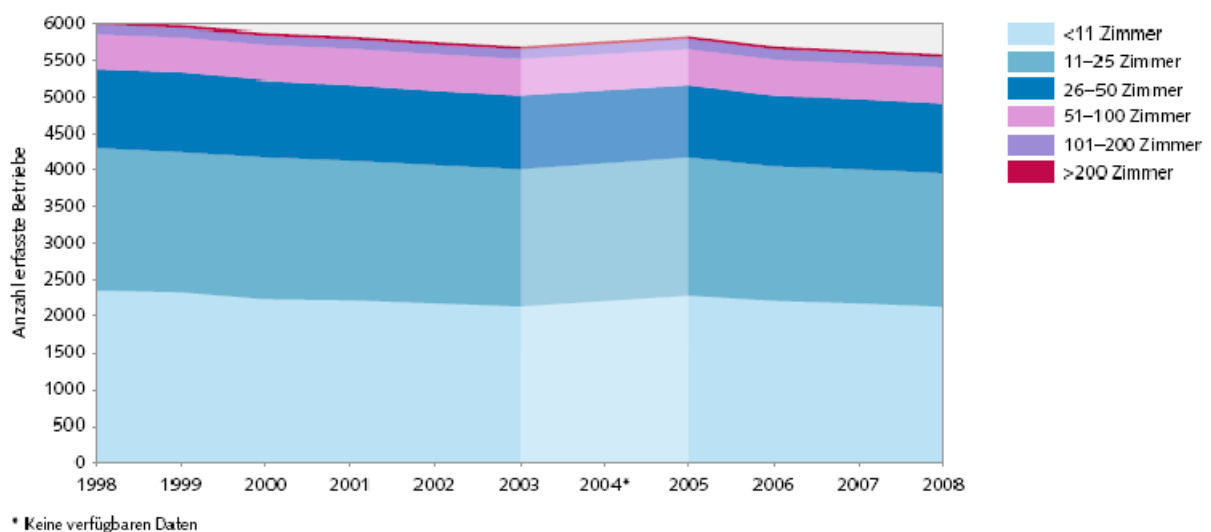
⁴ Schröder, Matthias und Forstnig, Jakob und Widmann, Michael (2005). S. 13

⁵ Bundesamt für Statistik BFS (2008) (Hrsg). Schweizer Tourismusstatistik.

Hotels und Kurbetriebe:

erfasste Betriebe nach Anzahl Zimmer (1998–2008)

G 3.2



Gemäss Kreditstatistik der SNB besteht das grösste Ausleihungsvolumen aus Betrieben bis 9 Mitarbeiter.⁶ Diese Zahlen zeigen klar, dass die Schweizer Hotellerie aus klassischen KMU-Betrieben besteht. Aus der Kreditstatistik ist weiter ersichtlich, dass das Kreditvolumen an die Hotellerie seit 1997 (12.3 Mia.) stark abgenommen hat und erst ab 2007 wieder leicht auf den heutigen Stand von 10.5 Mia. angestiegen ist.⁷

Die weiterhin hohe Anzahl an Betrieben, die rückläufige Investitionstätigkeit über die letzten 10 Jahre sowie die Tendenz zu grösseren Betrieben dokumentieren die typischen Problempunkte der KMU-Betriebe in der Hotellerie: Steigender Investitionsstau, sinkende Rendite und ungelöste Nachfolgeprobleme.

Die Hotellerie als tragende Branche im Tourismus und Spiegel der Marke Schweiz im Ausland steht somit wirtschaftlich und politisch unter Zugzwang. Eine Stärkung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit kann nur durch eine klare Positionierung im Markt und durch konsequenten Unterhalt und Ausbau der anlageintensiven Infrastruktur erreicht werden. Nur so kann zukünftig eine tragfähige Rendite erwirtschaftet werden.

⁶ Schweizerische Nationalbank (Hrsg). Bankenstatistisches Monatsheft Juni 2010. Kreditvolumenstatistik 3Ca.

⁷ Schweizerische Nationalbank (Hrsg). Bankenstatistisches Monatsheft Juni 2010. Kreditvolumenstatistik 3B.

Wegen des dringend benötigten Aus- und Aufbaus der Infrastruktur, der verstärkt klareren Positionierung am Markt und der Tatsache vieler ungelöster Nachfolgeprobleme, rückt die Unternehmensbewertung ins Zentrum wichtiger und relevanter Massnahmen.

2.5 Zentrale Fragestellung

Viele Inhaber von KMU-Betrieben werden in den nächsten Jahren anhand einer Unternehmensbewertung Entscheide in den Bereichen Unternehmensnachfolge, Verkauf oder Investitionen treffen müssen.

Die zentrale Fragestellung geht auf die branchenspezifischen Probleme der Unternehmensbewertung von Hotelbetrieben ein. Wo bestehen grundsätzliche Differenzen zur klassischen Unternehmensbewertung? Welche Methoden werden angewandt und was sind deren Auswirkungen? Welche Einflussfaktoren bestehen und welche Relevanz und Gewichtung haben diese auf die Bewertung?

3 Theorie

3.1 Bewertungsstandards

Die Bewertungen von Hotels unterliegen oft Standards, welche auf nationaler oder internationaler Ebene entwickelt wurden. Im Weiteren werden sie durch nationale Gesetze und Vorschriften sowie durch betriebswirtschaftliche Methoden beeinflusst.⁸ In den anschliessenden Ausführungen wird zuerst ausführlich auf die Entstehung der nationalen Standards und gesetzlichen Grundlagen der Schweiz eingegangen.

3.1.1 Staatliche Förderung seit 1915

Aufgrund der wirtschaftlichen und regionalpolitischen Wichtigkeit der Hotellerie griff der Bund bereits 1915 erstmals mit einer Möglichkeit der Stundung von Zinsen und Kapitalien und einer sogenannten Hotelbedürfnisklausel⁹ in die Struktur der Schweizer Hotellerie ein.¹⁰

Vor allem in den klassischen Tourismuskantonen Graubünden und Bern entstanden diverse Institutionen zur Stützung der Hotellerie. Mit hälftiger Beteiligung von Bund und Banken wurde 1921 die SHTG Schweizerische Hotel-Treuhand-Gesellschaft gegründet und somit der Grundstein zur Förderung der Schweizer Hotellerie gelegt.

Bereits im Bundesgesetz über rechtliche Schutzmassnahmen für die Hotel- und Stickerei-Industrie von 1944 (sog. Entschuldungsgesetz) wurde die massgebende Bezugsgrösse, das Betriebsergebnis¹¹ definiert. Das Hauptanliegen des Gesetzes war die Entschuldung der Betriebe, welche durch die Kriegsjahre teilweise wirtschaftlich nicht mehr lebensfähig waren. Flankierend zum Gesetz hat der Bund diverse finanzielle Massnahmen in Bundesbeschlüssen geregelt. Zusammen mit den Massnahmen des Bundes, einem zunehmenden Strom von amerikanischen Gästen und einer starken Inlandnachfrage konnte der Fremdenverkehr in den Nachkriegsjahren am Leben erhalten werden.

⁸ Schröder, Matthias und Forstnig, Jakob und Widmann, Michael (2005). S. 23

⁹ Hotelbedürfnisklausel: Bewilligungspflicht für Neu- und Erweiterungsbauten in der Hotellerie, damit Anstrengungen zur Erhaltung der bisherigen Betriebe nicht durch spekulative und wirtschaftlich unbegründete Neubauten illusorisch gemacht wurden. Erst mit einer eidg. Volksabstimmung 1952 wurde diese wieder aufgehoben.

¹⁰ Jäger Carl (1947). S. 12

¹¹ Abbildung 3 S. 16

Die bessere Auslastung in den Jahren nach 1947 und die verbesserte wirtschaftliche Lage der Hotels führte zu zunehmender Kritik an den vom Bund veranlassten Massnahmen. Auch die immer noch praktizierte Bedürfnisklausel führte zu regionalen Monopolstellungen, was immer stärker kritisiert wurde. Mit Volksentscheid vom 2. März 1952 wurde die Bedürfnisklausel aufgehoben und am 24. Juni 1955 wurde mit dem „Bundesgesetz über die rechtlichen und finanziellen Massnahmen für das Hotelgewerbe“ ein erster Erlass verabschiedet, welcher eine Zusammenführung von diversen Beschlüssen verabschiedete und die verbesserten Rahmenbedingungen berücksichtigte. Die Anwendbarkeit des neuen Gesetzes wurde auf Fremdenverkehrsregionen beschränkt. Der Schwerpunkt lag jedoch immer noch auf der Stundung von Zinsen und Kapital. Mit dem zunehmenden wirtschaftlichen Aufschwung stand nicht mehr die Stundung von Zinsen oder das Kapital im Zentrum, es wurde vielmehr vermehrt nach Erneuerungskrediten gefragt. Über die SHTG sowie die privatwirtschaftlich organisierte Schweizerische Bürgschaftsgenossenschaft für die Saisonhotellerie (HBG) wurden Darlehen und Bürgschaften für die Saisonhotellerie ausgegeben. Sowohl politisch als auch wirtschaftlich wurde dem Gedanken, dass durch Gewährung von Darlehen bedeutende Erneuerungsinvestitionen in der Saisonhotellerie ausgelöst werden könnten, den Weg geebnet. Durch die Zusammenführung der Institutionen SHTG und HBG zur Schweizerischen Gesellschaft für Hotelkredit (SGH) und der Einführung des „Bundesgesetzes über die Förderung des Hotel- und Kurortkredits“ wurde 1967 die Wende von der Stundung von Zinsen und Krediten hin zur Gewährung von Darlehen und Bürgschaften gelegt.¹²

3.1.2 Staatlicher Einfluss auf die Bewertung

Die SGH hatte aufgrund des historischen Hintergrundes bereits jahrzehntelange Erfahrung in der Begutachtung von Hotelbetrieben. Sie verfügte über statistische Auswertungen und umfangreiches Zahlenmaterial von über 500 Hotelbetrieben. Durch den Zusammenschluss der SHTG und der HBG zur SGH entstand eine Institution, welche die Bewertung von Hotelunternehmen in der Schweiz stark beeinflusste. Im Bundesgesetz über rechtliche Schutzmassnahmen für die Hotel- und Stickerei-Industrie von 1944 basierte die Bewertung noch auf einer vergangenheitsorientierten Sichtweise. Die Wertfaktoren basierten auf den Jahren vor Kriegsbeginn. Mit Einführung des

¹² Kappeler Heinz (1973). S. 7-11

Bundesgesetzes über die Förderung des Hotel- und Kurortkredits 1967 erhielt die auf die Zukunft ausgerichtete Bewertung erhöhte Gewichtung. Bis 2003 wurden Bewertungen von Hotelunternehmen vorwiegend nach der Ertragswertberechnung gemäss Vollziehungsverordnung zum Bundesgesetz über die Förderung des Hotel- und Kurortkredits Art. 7 und 8 erstellt.¹³

„Art. 7 Ermittlung des massgebenden Ertrages

Zur Ermittlung des massgebenden Ertrages sind von den gemäss Artikel 6 geschätzten Betriebserlösen der Betriebsaufwand (Waren- und Lohnaufwand und übriger, mit dem Betrieb notwendigerweise verbundener Aufwand) sowie Aufwand für Steuern, Abgaben, Verwaltung und angemessene Privatbezüge des Betriebsinhabers oder Direktionssaläre abzuziehen, nicht dagegen der Aufwand für den Unterhalt von Gebäuden, technischen Einrichtungen und Mobiliar, für Zinsen auf dem Fremd- und Eigenkapital und für Abschreibungen.“

Abbildung 3 Ermittlung massgebender Erträge gemäss Art. 7

Betriebserlös (Umsatz)

- Warenaufwand
 - Lohnaufwand
 - notwendiger übriger Betriebsaufwand
-

Betriebsergebnis 1

- angemessene private Bezüge (bzw. Direktionsgehalt)
- Steuern
- Verwaltungskosten

= zu kapitalisierender Betrag

Quelle: Eigene Darstellung

¹³ Kappeler Heinz (1973). S. 39-46

„Artikel 8 Ermittlung des Ertragswertes

Zur Ermittlung des Ertragswertes ist der gemäss Artikel 7 geschätzte massgebende Ertrag zum Satz von 11 Prozent zu kapitalisieren. Bei wesentlichen Änderungen des Zinsfusses ist der Satz für die Kapitalisierung entsprechend anzupassen.“

Abbildung 4 Ermittlung des Ertragswertes gemäss Art. 8

Zu kapitalisierender Betrag = 110'000

$$\text{Berechnung} = \frac{110'000}{11} \times 100 = 1'000'000$$

Ertragswert = 1'000'000

Quelle: Eigene Darstellung

Der Kapitalisierungszinssatz setzte sich aus dem kalkulatorischen Zinssatz für risikofreie Kapitalanlagen von 6%, einem Anteil für Unterhalt von 2.5% und Abschreibungen von 2.5% zusammen. Die Ertragswertschätzmethode blieb bis 2003 in ihren Grundzügen unverändert. Der Kapitalisierungszinssatz wurde entsprechend der Zinssituation und den veränderten Anforderungen für Abschreibungen und Unterhalt leicht abgepasst.¹⁴

Die Basis zur Ermittlung birgt jedoch eine grundlegende Problematik, welche wie folgt illustriert wird:

¹⁴ Kappeler Heinz (1973). S. 48

Tabelle 1 Ertragswert gemäss Vollziehungsverordnung Art. 8

	Hotel 1 CHF	Hotel 2 CHF	Hotel 3 CHF	Hotel 4 CHF
Investition	2'000'000	2'000'000	2'000'000	2'000'000
Umsatz	1'500'000	1'500'000	1'500'000	1'500'000
Betriebsergebnis 1 in %	20%	25%	30%	35%
Betriebsergebnis 1 in CHF	300'000	375'000	450'000	525'000
Private Bezüge	120'000	120'000	120'000	120'000
Verwaltungskosten	50'000	50'000	50'000	50'000
Steuern	33'000	51'000	70'000	89'000
Zu kap.Betrag	97'000	154'000	210'000	266'000
- 6% Kapitalszins vom Ertragswert, max.der Investition	52'900	84'000	114'500	120'000
- 2.5% Unterhalt vom Ertragswert, max.der Investition	22'000	35'000	47'700	50'000
- 2.5% Abschreibung vom Ertragswert, max.der Investition	22'000	35'000	47'700	50'000
Überschuss	-	-	-	46'000
Ertragswert zu 11% kapitalisiert	881'800	1'400'000	1'909'100	2'418'200

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kappeler Heinz (1973). S. 51

Bei einer betriebswirtschaftlichen Ertragswertschätzung im klassischen Sinn würden die Instandhaltungs- und Instandstellungskosten kalkulatorisch auf Basis der Anlagekosten und nicht auf Basis des Ertragswertes berechnet. Ebenfalls würde ein Risikozuschlag auf den Zinssatz mit berechnet.

Das Abstellen auf den reinen Ertragswert war nicht im Sinne des Gesetzgebers und wurde deshalb von der SGH auch nicht umgesetzt. Da ein Engagement der SGH über mehrere Jahre andauert, in den ersten Jahren nach einer Investition noch nicht der übliche Unterhalt anfällt und auch oft bei den privaten Ausgaben zurückgehalten wird, kann mit einer zusätzlichen Tragbarkeitsrechnung „im Sinne einer Kontrollrechnung“ die Belehnung gerechtfertigt werden.

Es muss festgehalten werden, dass die SGH-Methode nicht eine Wertermittlung im klassischen Sinne der Betriebswirtschaft ist.

„Unter „Ertragswert“ im Sinne der SGH wird also die Ermittlung der maximalen Fremdkapitalbelastung verstanden, bei der durch die Ertragskraft des Betriebes bei gleichbleibenden politischen und wirtschaftlichen Verhältnissen die Bezahlung aller Fremdkapitalzinsen und normaler Fremdkapitalamortisationen nach ordentlichen Unterhaltsaufwendungen und bei Gewährleistung einer angemessenen Existenz gerade noch möglich ist“¹⁵

3.1.3 Staatliche Förderung ab 2003

2002 unterbreitete der Bundesrat dem Parlament die Botschaft, das Bundesgesetz zur Förderung von Hotel- und Kurortkredit zu revidieren. 2003 wurde das neue Gesetz über die Förderung der Beherbergungswirtschaft durch die Räte verabschiedet. Die Grundlage für die Gesetzesrevision bildete die Situation, dass die Schweizerische Beherbergungsindustrie zunehmend Probleme hatte, das für die Geschäftstätigkeit notwendige Kapital zu beschaffen. Aufgrund der Krise im Schweizer Kreditmarkt in den 90er Jahren hatten die Banken eine verschärfte Kreditpolitik eingeführt und finanzierten noch 50-60% des Ertragswertes. Da die Hotellerie oft eine Eigenkapitalquote von unter 15% aufweist, entstand somit eine Finanzierungslücke von 20 bis 30%. In diesen Fällen kann die mit dem Vollzug des Gesetzes betraute SGH mit einem nachrangigen Darlehen die Finanzierungslücke schliessen, sofern es sich um einen Betrieb handelt, der eine echte Marktchance hat und gut geführt wird.¹⁶ Im Gesetz von 1966 wurden auch Kredite an Kurorteinrichtungen, Pensionate und Erziehungsinstitute gewährt. Neu wurden die Darlehen gemäss Artikel 1 auf die Beherbergungswirtschaft begrenzt. Die Begriffsdefinition von Beherbergungswirtschaft wird in der Erläuterung zur Verordnung definiert. Wie in der Begriffsdefinition von Dr. Laesser¹⁷ gesagt wird, besteht in der Erbringung einer Dienstleistung und in der Einrichtung (Infrastruktur) eine Abgrenzung. Die Art der Dienstleistung und der Infrastruktur wurde jedoch in der Erläuterung nicht konkretisiert. Lediglich die Finanzierung von Ferienwohnungen und eine Darlehensgewährung an Stadtbetriebe wurden ausgeschlossen.

Auch wurde die Wertermittlung zur Definition der Beleihungshöhe massgebend geändert. Das alte SGH Ertragswertmodell, welches auf der Kapitalisierung des Betriebsergebnisses

¹⁵ Kappeler Heinz (1973). S. 52

¹⁶ Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2003). Die neue Hotelförderung des Bundes. Verbesserung von Struktur und Qualität des Angebotes.

¹⁷ 2.1 Begriffsdefinition Hotel. S. 9

beruhte, war nicht mehr massgebend. Die SGH muss sich bei ihren Berechnungen gemäss gesetzlicher Verordnung auf die „Discounted Cash Flow“- Methode¹⁸ stützen.

3.1.4 SGH-Standard

Durch die Gesetzesreform von 2002 und die Einführung des neuen Bundesgesetzes über die Förderung der Beherbergungswirtschaft wurde auch die Bewertungspraxis der SGH überarbeitet. Heute wendet die SGH konsequent die Discounted Cash Flow-Methode (DCF) an. Die alte SGH Methode wird nur noch durch einzelne Banken, jedoch nicht mehr von der SGH angewendet. Eine sorgfältige Erfolgsplanung, abgestützt auf das Hotelunternehmen und auf das jeweilige Betriebsergebnis 1 (gemäss Kontenrahmen für das schweizerische Gastgewerbe), bildet die Basis zur Ermittlung des Free Cash Flows (FCF).

Abbildung 5 Free Cash Flow Ermittlung nach SGH

	TCHF
<i>Betriebsergebnis 1</i>	<i>1'200</i>
- Unternehmensleitung effektiv	- 100
+/- Unternehmensleitung Korrektur	- 40
- Unterhalt/Ersatz effektiv	- 40
+/- Unterhalt/Ersatz Korrektur	- 10
+/- Mietertrag/-aufwand Personalunterkünfte/Nebenbetriebe	+ 20
- Liegenschaftenabgaben /-versicherungen	- 10
- Leasingaufwand/Baurechtszins	- 10
- kalkulatorische Ersatzinvestitionen	- 350
- Investitionsnachholbedarf ¹⁹	- 30
= Gewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT)	630
- direkte Steuern (Satz von 25% auf EBT)	-50
= „Freier“ Free Cash Flow	580

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an die Bewertung von Hotelunternehmen nach der DCF-Methode durch die SGH (2005) (Hrsg).

Die Ermittlung des FCF nach SGH unterscheidet sich zur klassischen Methode dadurch, dass die Kostenarten Unternehmungsleitungsaufwand, Unterhalt und Ersatz sowie

¹⁸ Erläuternder Bericht zur Verordnung über die Förderung der Beherbergungswirtschaft (2003).

¹⁹ Bei Vorliegen des Nachholbedarfs kann dieser über die ersten Planungsjahre verteilt berücksichtigt oder ggf. beim ermittelten DCF-Wert in Abzug gebracht werden.

Investitionen kalkulatorisch festgelegt werden. Da diese Kostenarten einen massgeblichen Einfluss auf den zu berechnenden FCF haben und dieser wiederum kapitalisiert wird, können starke Wertverzerrungen entstehen, wobei diese Werte jedoch kritisch hinterfragt und plausibilisiert werden.

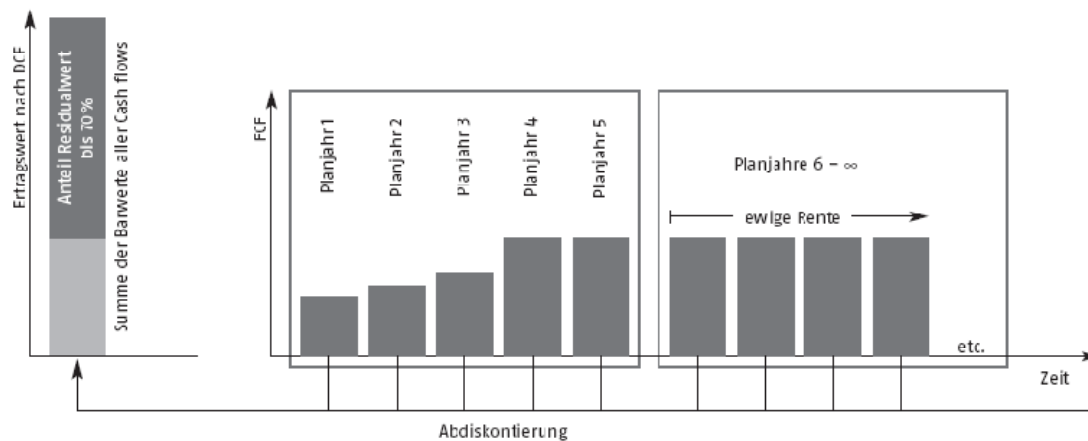
Die Rechtfertigung dieser Vorgehensweise besteht im Umstand, dass die Hotellerie mit bis zu 90%-95% Sachanlagen stark von deren Unterhalt und Ersatzinvestitionen abhängig ist und allfällige kürzlich erfolgte Ersatzinvestitionen oder ein Investitionsstau berücksichtigt werden müssen. Die Ermittlung der werterhaltenden Investitionen basieren bei der SGH auf Erfahrungs- und Vorgabewerten, welche auch auf Basis der verschiedenen Hotelkategorien unterschieden werden.²⁰ Wie jedoch Hans Nanzer bereits 2001 erläuterte²¹, ist eine Anwendung im Luxusbereich aufgrund der Individualität schwierig. Wegen der immer differenzierteren Nutzung und Ausrichtung von Beherbergungsbetrieben wird die kalkulatorische Berücksichtigung von Unterhalt und Ersatz zunehmend schwieriger. Das für die Ermittlung entwickelte Tool Reinvest SGH, mit welchem sich die betriebsnotwendigen Instandsetzungskosten schätzen lassen, wird von der SGH anfangs 2011 durch ein neues Instrument abgelöst.

Ebenfalls abweichend zur klassischen DCF-Methode wird der Faktor Steuern nicht im Kapitalkostensatz berücksichtigt, sondern auf Basis des EBT (Earning before Tax) mit 25% im FCF. Das trägt dem Umstand Rechnung, dass viele Hotelbetriebe aufgrund der hohen Abschreibungen und Finanzierungskosten nur noch geringe Steuerlasten tragen müssen und vereinfacht die Verständlichkeit der Methode.

²⁰ Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2001). Die Schätzung des nachhaltigen Reinvestitionsbedarfs im Zusammenhang mit der Bewertung von Hotelunternehmen.

²¹ Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2001). Die Schätzung des nachhaltigen Reinvestitionsbedarfs im Zusammenhang mit der Bewertung von Hotelunternehmen.

Abbildung 6 DCF-Methode nach SGH



Quelle: Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2005). Die Bewertung von Hotelunternehmen nach der DCF-Methode durch die SGH.

Der Planungszeitraum erstreckt sich ebenfalls über einen Zeitraum von fünf Jahren. Der Residualwert wird auf Basis des letzten ermittelten Free Cash Flow mit einem Diskontsatz kapitalisiert und beträgt oft bis zu 70% des Unternehmenswerts. Der Diskontsatz wird nach geschäftspolitischen Überlegungen festgestellt und mithilfe einer Kalkulation nach der WACC-Methode plausibilisiert.

Die SGH orientiert sich in ihren Schätzungen am Nachhaltigkeitsgrundsatz, der nicht begründete Zuwachsraten und ewig wachsende Renten verbietet. Der von der SGH verwendete Diskontsatz basiert auf der Annahme eines ausgewogenen Eigen- und Fremdkapitalverhältnisses von 30:70. Im Weiteren unterscheidet sich der angewandte Diskontsatz von der Theorie, da im Eigenkapitalkostensatz nur das Branchen- und Betriebsrisiko berücksichtigt wird, welches sich nicht konkretisieren und in der Planerfolgsrechnung abbilden lässt. Der momentan verwendete Kapitalisierungssatz der SGH beträgt 5.3%.²²

3.1.5 European Valuation Standards (EVS)

The European Group of Valuers (TEGoVa) entwickelte unter dem Begriff „Blue Book“ die European Valuation Standards (EVS), welche 2009 in der sechsten Edition erschienen sind. Ziel dieser Standards ist es, europaweit einheitliche Bewertungsstandards zu schaffen. Im Mittelpunkt dieser Standards steht der Marktwert mit verschiedenen

²² Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2005). Die Bewertung von Hotelunternehmen nach der DCF-Methode durch die SGH.

Ausprägungen und abhängig von der Nutzung (existing or alternativ use). Die Standards beziehen sich auf folgende Wertermittlungsmethoden:

- Ertragswertmethode
- Sachwertmethode
- Vergleichswertmethode

Die Vorgehensweise innerhalb der Methoden wird je nach Bewertungsanlass und Bewertungsziel angepasst.²³ Die Standards und weitere Informationen sind unter www.tegova.org erhältlich. Die Schweiz ist nicht Mitglied der TEGoVa.

3.1.6 International Valuation Standards (IVS)

Die International Valuation Standards (IVS), das sogenannte „White Book“, wird vom International Valuation Standards Council der Vereinten Nationen herausgegeben. Es verfolgt das Ziel, mit seinen Mitgliedsländern und internationalen Rechnungslegungsorganisationen Bewertungsgrundsätze zu harmonisieren und Verwendungen zu standardisieren, wobei nationale Richtlinien und Gesetze weitgehend unberücksichtigt bleiben.²⁴ Die Schweiz ist nicht Mitglied dieser Organisation. Weitere Informationen sind unter www.ivsc.org ersichtlich.

3.2 Methoden der Unternehmensbewertung

Aufgrund der staatlichen Förderung und deren gesetzlichen Grundlagen und Ausführungen bilden die heutige DCF-Methode und weitere ertragswertbasierender Methoden sicher eine zentrale Grösse bei der Wertermittlung von Hotelunternehmungen. Es gibt jedoch Gründe, welche den Zuzug anderer Bewertungsmethoden rechtfertigen, sei es aufgrund einer Plausibilisierung oder um Vergleichswerte zu erhalten.

3.2.1 Substanzwertmethode

Grundlage für die Berechnung des Substanzwertes bildet die letzte geprüfte Jahresrechnung. Der Substanzwert gibt Auskunft über den Wert, welcher im materiellen und immateriellen Unternehmensvermögen, welches zur Leistungserstellung benötigt wird,

²³ Schröder, Matthias und Forstnig, Jakob und Widmann, Michael (2005). S 24

²⁴ Schröder, Matthias und Forstnig, Jakob und Widmann, Michael (2005). S 25

gebunden ist.²⁵ Alle materiellen Vermögenswerte werden zum Reproduktions- oder auch Wiederbeschaffungswert²⁶ bewertet. Immaterielle Vermögenswerte (Patente, Lizenzen etc.) werden nur soweit sie losgelöst einen realisierbaren Wert erreichen, mitgerechnet.²⁷ Die nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile werden abgespalten und separat zum Liquidationswert bewertet.²⁸

Abbildung 7 Substanzwertberechnung

betriebsnotwendige Vermögensteile zu Fortführungswerten	2'500
- zugehörige Schulden zu Fortführungswerten	-1'200
+ nicht betriebliche Vermögensteile zu Liquidationswerten	500
<hr/>	
= Substanzwert zu Fortführungswerten	1'800

Quelle: Eigene Darstellung

Bei der Bewertung von Hotelliegenschaften kommt der Substanzwertberechnung eine zentrale Rolle zu. Es empfiehlt sich, einen Fachexperten beizuziehen.²⁹

Die Differenz zwischen dem Buchwert und dem ermittelten Substanzwert ergibt die anteiligen, un versteuerten Reserven. In der Praxis werden die betrieblichen un versteuerten Reserven oft zum halben Steuersatz berücksichtigt, wobei die nicht betrieblichen zum ganzen Steuersatz berechnet werden.³⁰ Die latenten Steuern auf un versteuerten Reserven werden als Rückstellung verbucht.³¹

Die Substanzwertberechnung spielt in der Unternehmensbewertung eine eher untergeordnete Rolle, da keine ertragsrelevanten Komponenten mit einbezogen werden. Sie dient jedoch zur Plausibilisierung von Ertrags- und DCF-Werten, speziell bei anlageintensiven Unternehmen wie der Hotellerie.

3.2.2 Ertragswertmethode

Die Grundlage der Ertragswertmethode bilden die zukünftigen Erträge einer Unternehmung, welche aufgrund von Planerfolgsrechnungen eruiert werden. Die zukünftigen Erträge werden mit einem Kapitalisierungszinssatz diskontiert und in einen

²⁵ Thommen Jean-Paul (2008). S. 563

²⁶ Wert, welcher zu entrichten wäre, wenn betriebliche Tätigkeit mit derselben Leistungsfähigkeit aufrechterhalten würde.

²⁷ Thommen Jean-Paul (2008). S. 563

²⁸ Helbling Carl (1998). S. 233-234

²⁹ Eltschinger Martin (2009) (Hrsg). S. 186

³⁰ Helbling Carl (1998). S. 323

³¹ Helbling Carl (1998). S. 299

heutigen Wert umgewandelt. Die Planerfolgsrechnungen basieren auf den bereinigten³² Vergangenheitszahlen von mindestens einem Konjunkturzyklus (3-10 Jahre) und berücksichtigen die zukünftige Entwicklung der Unternehmung.³³

Der Kapitalisierungszinsfuß erfüllt grundsätzlich zwei Aufgaben. Einerseits werden zukünftige Erträge durch Diskontierung gleichnamig gemacht, so dass diese addiert werden können und andererseits werden Risiken und Unsicherheiten Rechnung getragen.³⁴

Die Zusammensetzung des Kapitalkostensatzes besteht somit aus dem Realzins, der langfristig bei stabilem Geldwert und ohne Inflation zu erwarten ist. In der Praxis wird oft der Zinssatz für langfristige Bundesanleihen gewählt.³⁵ Weit schwieriger ist die Berücksichtigung von Unsicherheiten und Risiken. Die auf das zu bewertende Objekt bezogenen Einzelrisiken sollten bereits bei der Ermittlung der Zukunftserfolge in Form von Abschreibungen oder Rückstellungen berücksichtigt werden und dürfen nicht in den Kapitalisierungszinsfuß einbezogen werden.³⁶

Allgemeine Risiken führen zu einem Zuschlag und werden wie folgt festgelegt:

Zuschlag für erschwerte Verkäuflichkeit; dies berücksichtigt den Umstand, dass eine Investition in ein Unternehmen eine langfristige Kapitalbindung bedingt, da insbesondere längerfristige Kapitalanlagen auch einen höheren Zins erfordern, wie aus der Bankenpraxis ersichtlich ist.³⁷

Zuschlag für grösseres Risiko; dies unter der Berücksichtigung, dass die Investition in ein Unternehmen grössere Risiken mit sich bringt als in Staatsanleihen. Zur Bemessung des Zuschlages sind weitere Faktoren wie Branche, Konkurrenzverhältnis und vertragliche Bindungen massgebend.³⁸

Vor allem im KMU Bereich bestehen nicht zu unterschätzende Risiken aufgrund personenbezogener Führungsstrukturen in Unternehmungen. Diese müssen zusätzlich berücksichtigt werden. Die Festlegung des Risikozuschlages basiert oft auf Ermessen oder Annahmen und stellt somit eine subjektive Komponente dar, welche ein Konfliktpotential bei der Ermittlung des Unternehmenswerts darstellen kann.

³² Elimination ausserordentliche Erträge/Aufwände, stille Reserven und latente Steuern.

³³ Helbling Carl (1998). S. 354

³⁴ Helbling Carl (1998). S. 418

³⁵ Helbling Carl (1998). S. 422

³⁶ Helbling Carl (1998). S. 421

³⁷ Helbling Carl (1998). S. 423

³⁸ Helbling Carl (1998). S. 423

Abbildung 8 Berechnung Ertragswert

Grundlagen:			
Zukünftiger Gewinn	=	90'000	
Eigenkapitalzinssatz	=	10%	
(Realzins 3%, erschwerte Verkäuflichkeit 4%, erhöhtes Risiko 4%)			
<hr/>			
Ertragswert	=	900'000	(90'000 : 10 %)
<hr/>			

Quelle: Eigene Darstellung

3.2.3 Mittelwertmethode (Praktikermethode)

Die Mittelwertmethode ist in der Praxis nach wie vor eine der am häufigsten angewendeten Bewertungsmethoden. Die Akzeptanz der Mittelwertmethode ist bei Käufer und Verkäufer gross, vor allem wenn diese Nichtfachleute sind.³⁹ Die Mittelwertmethode ist eine Gewichtung von Ertrags- und Substanzwert und verbindet die Resultate.

Als Variante der Mittelwertmethode hat sich seit 1970 das Verfahren der doppelten Gewichtung des Ertragswertes (als wichtigerer Wert) etabliert (genannt „Schweizer Verfahren“).⁴⁰ Auch die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer⁴¹ wird nach diesem Verfahren gemacht.

Abbildung 9 Mittelwertmethode (Schweizer Verfahren)

$$\text{Mittelwert} = \frac{2x \text{ Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{3}$$

Quelle: Eigene Darstellung

³⁹ Helbling Carl (1998). S. 130

⁴⁰ Helbling Carl (1998). S. 132

⁴¹ Schweizerische Steuerkonferenz (2008) (Hrsg), Kreisschreiben 28, RZ 7

Abbildung 10 Berechnung Mittelwert

Grundlagen:			
Zukünftiger Gewinn	=	90'000	
Substanzwert	=	3'000'000	
Kapitalisierungszinssatz	=	6%	
Ertragswert	=	1'500'000	(90'000 : 6 %)
Substanzwert	=	3'000'000	
<hr/>			
= Unternehmenswert	=	2'000'000	$((1'500'000 \times 2) + 3'000'000) : 3$

Quelle: Eigene Darstellung

Die Mittelwertmethode auf Basis des Ertrags- und Substanzwertes liefert in der Praxis eine gute Möglichkeit zur Plausibilisierung des häufig ermittelten DCF-Wertes. Es ist jedoch zu beachten, dass in der Hotellerie der Substanzwert häufig über dem Ertragswert liegt. Dies ist insbesondere bei Objekten der Hochkonjunktur (80er und Anfang 90er Jahre) der Fall, was das Ergebnis verzerrt.⁴² Liegt der Substanzwert über dem Ertragswert, darf nur der Ertragswert als Obergrenze berücksichtigt werden.⁴³

3.2.4 Übergewinnverfahren

Bei einem „normalen“ Ertrag entspricht der Substanzwert dem Ertragswert.⁴⁴ Sollte ein Mehrertrag erwirtschaftet werden führt das zu einem höheren, bei negativem Ertrag zu einem geringeren Geschäftswert. *Ein Übergewinn entspricht dem Gewinn nach Abzug einer ordentlichen Verzinsung auf dem Substanzwert.*⁴⁵

Abbildung 11 Übergewinn

Gewinn	
- Substanzwert x Kapitalisierungszinssatz	
<hr/>	
= Übergewinn	

Quelle: Eigene Darstellung

⁴² Eltschinger Martin (2009) (Hrsg). S. 185

⁴³ Helbling Carl (1998). S. 131

⁴⁴ Helbling Carl (1998). S. 123

⁴⁵ Helbling Carl (1998). S. 123

Der Kapitalisierungszinssatz basiert auf der Grundlage von risikofreien Kapitalanlagen (Bundesanleihen) sowie einem Zuschlag von ca. 50% vom Basiszinssatz für die langfristige Bindung.⁴⁶

Abbildung 12 Übergewinnverfahren

$$\begin{array}{l}
 \text{Substanzwert} \\
 + \text{Barwert der Übergewinne} \\
 \hline
 = \text{Unternehmenswert}
 \end{array}$$

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Helbling Carl (1998). S. 123

Abbildung 13 Berechnung Übergewinnverfahren

Grundlagen:			
Zukünftiger Gewinn	=	100'000	
Substanzwert	=	900'000	
Kapitalisierungszinssatz	=	6%	
Goodwillrentendauer	=	5 Jahre	
(Berücksichtigung der Übergewinne der nächsten 5 Jahre, Rentenbarwertfaktor = 4.212)			
Zukünftiger Gewinn	=	100'000	
- Ø Gewinn von 6% auf Substanzwert	=	54'000	(900'000 x 6%)
= Übergewinn		46'000	
Barwert Übergewinne	=	193'752	(46'000 x4.212)
+ Substanzwert	=	900'000	
Unternehmenswert im Übergewinnverfahren		1'093'752	

Quelle: Eigene Darstellung

3.2.5 Discounted Cash Flow-Methode (DCF)

Der ertragsorientierte Bewertungsansatz übernimmt in der Unternehmensbewertung einen immer stärkeren Einfluss. Die ertragswertorientierte Methode basiert auf der Ansicht, den Unternehmenskauf als eine Investition zu betrachten.⁴⁷ Der Ansatz der Discounted Cash Flow-Methode wird deshalb auch oft von Investoren und Risikokapitalgebern bevorzugt, da sie eine angemessene Rendite auf den eingesetzten Mitteln fordern.

⁴⁶ Helbling Carl (1998). S. 124

⁴⁷ Knüsel Daniel (1994). S. 55

Der finanzielle Wert einer Unternehmung entspricht der Summe der auf den Bewertungszeitpunkt abgezinsten Geldflüsse (Free Cash Flows). Der Free Cash Flow wird für die Unternehmensbewertung berücksichtigt, weil er das Fundament für künftige Dividenden bildet und eine Wertsteigerung des Unternehmens darstellt.

Abbildung 14 Berechnung Free Cash Flow

<i>Betrieblicher Gewinn</i>	<i>100</i>
<hr/>	
+ Abschreibungen	+ 20
+/- Rückstellungsveränderungen	+ 20
= <i>Cash Flow im üblichen Sinne</i>	<i>140</i>
<hr/>	
- Nettoinvestitionen ins Nettoumlaufvermögen (NUV)	- 10
- Nettoinvestitionen ins Anlagevermögen (AV)	-20
<hr/>	
= „Freier“ Free Cash Flow	110

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Helbling Carl (1998). S. 109

Die Berechnung des FCF wird erfahrungsgemäss über einen Planungszeitraum von fünf Jahren in die Zukunft ermittelt. Die einzelnen Jahre werden mit dem Kapitalkostensatz WACC (Weighted Average Cost of Capital) abdiskontiert. Da die Prognose weiterer Planungsjahre von Unsicherheiten geprägt ist, wird das fünfte Planungsjahr als ewige Rente (Residualwert) mit dem gewichteten Kapitalkostensatz WACC kapitalisiert.

Die Berechnung des WACC wird anhand des folgenden Beispiels erklärt:

Abbildung 15 Berechnung Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Finanzierungsverhältnis:

Fremdkapital	7 Mio.
Eigenkapital	3 Mio.
Verhältnis*	70:30

Fremdkapitalkostensatz

Fremdkapitalzins (Durchschnitt)	6%
Abzüglich Gewinnsteuersatz ($\frac{1}{3}$)	-2%

Fremdkapitalkostensatz	4% x 70%* = 2.80%	} 5.80%
Zins Bundesobligationen	2%	
Zuschlag Marktrisiko	4%	
Zuschlag Unternehmensrisiko	4%	
Eigenkapitalkostensatz	10% x 30%* = 3.00%	

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Helbling Carl (1998) S. 434

Die Berechnung des WACC stellt die Praxis immer wieder vor die gleiche Problematik. Die Ermittlung des Unternehmensrisikos im Eigenkapitalkostensatz ist sehr anspruchsvoll und oft nur subjektiv möglich. In der Theorie werden vor allem das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und das Dividenden Wachstum Modell erläutert. Diese Modelle können jedoch wegen der zu Grunde liegenden Daten nur bei börsenkotierten Unternehmen errechnet werden.

Abbildung 16 Berechnungsbeispiel DCF-Modell

Zeitraum	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Residualwert Basis Jahr 5
FCF	230	235	240	245	250	250
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Abzinsungsfaktoren	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621	0.621
Barwert	209	194	180	167	155	*1'553
Unternehmenswert						2'458

Wie aus dem Beispiel ersichtlich ist, ergibt der Residualwert* über 60% des Unternehmenswerts und stellt die ewige Rente eines für die Zukunft berechneten FCF dar.

Die DCF-Methode, auf einer Planungsbasis von fünf Jahren, ist geeignet für Unternehmen mit kurzfristigen Investitionszyklen. Bei der Planung sollte mindestens ein ganzer Investitionszyklus berücksichtigt werden. ⁴⁸ „Die Cash Flow Rechnung kann somit bei langfristigen Investitionsintervallen zu wesentlichen Fehlern führen.“ ⁴⁹

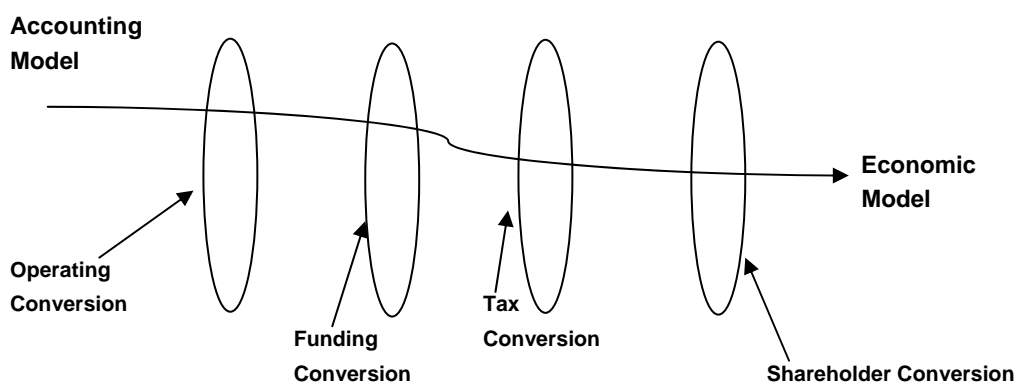
3.2.6 Economic Value Added-Methode (EVA)

Die EVA-Methode ist ein von der Beratungsfirma „Stern Steward & Co.“ entwickeltes Bewertungskonzept, welches grundsätzlich die Idee des Übergewinnverfahrens berücksichtigt. Der Grundgedanke ist, dass Mehrwert generiert wird, wenn die Investitionsrendite höher ist, als die vom Kapitalgeber erwartete Rendite (WACC). Der Economic Value Added (EVA) Wert entspricht dem Barwert aller Übergewinne und gibt Auskunft über die Wertentwicklung einer Geschäftsperiode. Der DCF-Ansatz basiert auf den Zahlungsströmen (Cash Flows), während sich der EVA-Ansatz am investierten Kapital orientiert.

Die EVA-Methode basiert auf dem externen Rechnungswesen, welches sich auf internationale Standards (IFRS/US-GAAP etc.) stützt. Die auf dem Rechnungswesen basierenden Zahlen durchlaufen anschliessend eine auf vier Stufen basierende Konvertierung (Conversion).

Abbildung 17 Conversion nach EVA

Vier Stufen Konvertierung von Buchhaltungsgrössen zu Economic Value Added (EVA) Grössen.



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Hostettler Stephan (1997). S. 98

⁴⁸ Helbling Carl (1998).S. 110

⁴⁹ Helbling Carl (1998).S. 110

Die daraus resultierenden Zahlen sind aus Sicht der betrieblichen, finanziellen und steuerlichen Verzerrungen zu bereinigen.⁵⁰ Die grösste Bereinigung erfolgt bei der „Shareholder Conversion“. Es erfolgt die Anpassung auf die Sichtweise des Aktionärs, Massnahmen des Gläubigerschutzes werden eliminiert. Speziell ist, dass derivativer Goodwill dem Kapital hinzuaddiert wird. Somit wird der verantwortlichen Geschäftsführung der Goodwill in Form von Kapital aufgebürdet.

Tabelle 2 Berechnungsbeispiel EVA

	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6 ff.
Kapital	1'200	1'050	1'150	1'200	1'300	1'250	1'150
Fremdkapital	500						
EBIT		160	180	140	160	190	180
Steuern	25%	-40	-45	-35	-40	-48	-45
EBI (NOPAT)		120	135	105	120	143	135
Kapitalkosten(WACC)	10%	105	115	120	130	125	115
EVA		15	20	-15	-10	18	20
Residualwert ende Jahr 5							200
Abzinsungsfaktor	1.000	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621	0.621
Barwert	147	14	17	-11	-7	11	124
Investiertes Kapital	1'200						
Unternehmenswert Brutto	1'347						
Fremdkapital	-500						
Unternehmenswert Netto	847						

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schmitt Thomas (2009) (Hrsg). S. 45

3.2.7 Weitere Bewertungsmethoden

Es gibt diverse weitere Modelle der Unternehmensbewertung, die jedoch für die Bewertung von Hotelunternehmen nicht relevant sind. Der Vollständigkeit halber führen wir hier zusätzliche Ansätze auf, verweisen jedoch auf die jeweilige Literatur.

- Market Value Added (MVA) – Marktorientiertes Verfahren
- Market Multiples (Leistungswertvergleich)
- Market Comparables (Vergleichswertmethode)
- Realloptions-Methode
- Earn-out-Methode

⁵⁰ Hostettler Stephan (1997). S. 98

3.2.8 Due Diligence Review

Die Due Diligence Review stellt keine eigentliche Bewertungsmethode dar und doch wird sie im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen immer wichtiger. Die Due Diligence (gebührende Sorgfalt) Prüfung hat sich vor allem bei Unternehmenskäufen und -verkäufen fest eingebürgert.⁵¹ Mit dieser Prüfung wird sichergestellt, dass das zu übernehmende Unternehmen die Vorstellungen und Erwartungen des Käufers erfüllt. Die Prüfung erfolgt vorwiegend durch Sachverständige, Branchenfachleuten und Vertrauenspersonen des möglichen Käufers oder Interessenten. Die Prüfung wird vorwiegend in sechs Prüfungsfelder und Bereichen vorgenommen:

- In einem ersten Schritt erfolgt eine grundsätzliche Orientierung über das Unternehmen in den Bereichen Eigentumsverhältnis, Standort, Absatz, Konkurrenz etc. Weiter erfolgt eine Beurteilung der Branche, der Produkte und des Markts sowie des allgemeinen wirtschaftlichen Umfelds. Die Überprüfung von Businessplan, Marketing und Synergien bildet die Basis des Bereichs der Wirtschaftlichkeit.⁵²
- Im finanziellen Bereich wird anhand der Jahresabschlussunterlagen der letzten fünf Jahre die für die Bewertung eingesetzten und verwendeten Werte überprüft und plausibilisiert. Es erfolgen detaillierte Analysen zu periodenfremden und ausserordentlichen Posten und zur Eigenkapitalsituation sowie Einhaltung und Überprüfung von Rechnungslegungsnormen. Im Weiteren wird die zukünftige Ertragskraft, eine Analyse der Finanz- und Risikolage der Unternehmung, durchgeführt. Anhand der ermittelten Werte werden sich Überlegungen zu Preis und Wert der Unternehmung gemacht.⁵³
- Die rechtliche Situation der Unternehmung beinhaltet ein weiteres Prüfungsfeld. Anhand der Statuten, HR-Auszüge und weiteren Verträgen wird die rechtliche Situation der Gesellschaft überprüft. Es werden alle langfristigen Bindungen und Verpflichtungen auf allfällige Schadensfälle, Prozesse oder Haftpflichtrisiken

⁵¹ Helbling Carl (1998). S. 185

⁵² Helbling Carl (1998). S. 187

⁵³ Helbling Carl (1998). S. 187

durchleuchtet. Lizenz, Patent- oder Markenrechte werden auf die Gültigkeit und Zeitspanne überprüft und bewertet.⁵⁴

- Im steuerlichen Bereich werden die Abgrenzungen zwischen Einzel- und Konzernabschluss überprüft. Der Stand der Einschätzungen und Veranlagungen wird kontrolliert und die latenten Steuern für einen möglichen Kauf berechnet. Evtl. werden bereits Überlegungen im Bereich der Steuerplanung getroffen und evtl. Steuereinsparungen berücksichtigt. Offengelegt werden steuerliche Risiken sowie die Berücksichtigung von notwendigen Rückstellungen.⁵⁵
- Die Abhängigkeit von Einzelpersonen und die Beurteilung einzelner Mitarbeiter werden im Bereich Management und Mitarbeiter vorgenommen. Die Strategie, Organisation und die Führungsstruktur wird ebenso beurteilt wie die Qualität des Kaders. Die Situation im Sozialversicherungsbereich sind weitere Bausteine dieses Prüfungsfeldes, bestehen Fehlbeträge bei der betriebseigenen Pensionskasse oder sind Umstrukturierungen notwendig.⁵⁶
- Im Bereich Umwelt wird überprüft, ob Grundstücke im Altlastenkataster eingetragen sind, ob es Umweltrisiken im Bereich Wasser, Luft oder Lärm gibt oder ob allfällige Gesetzesvorlagen oder Vorschriften, bestehen welche Einfluss auf die Unternehmung als Ganzes haben?⁵⁷

Alle diese Prüfungsfelder werden von fachspezifischen Beratern und Vertrauensleuten überprüft. Eine Investition in ein Unternehmen stellt immer ein erhebliches Risiko dar. Ziel der Due Diligence ist es, dieses Risiko zu minimieren. Die Due Diligence ist jedoch keine Unternehmensbewertung oder gar Abschlussprüfung, sondern verfolgt den Zweck, negative Belange, Stolpersteine oder gar Deal Breaker zum Vorschein zu bringen, um eine Basis für einen Stop or Go Entscheid zu erhalten.⁵⁸

⁵⁴ Helbling Carl (1998). S. 187

⁵⁵ Helbling Carl (1998). S. 188

⁵⁶ Helbling Carl (1998). S. 188

⁵⁷ Helbling Carl (1998). S. 188

⁵⁸ Helbling Carl (1998). S. 185-186

3.3 Einflussfaktoren

Die Art und Auswahl des Bewertungsmodells bilden nur den technischen Aspekt einer Bewertung. Eine bedeutend grössere Aufmerksamkeit muss den Grunddaten gewidmet werden. Bereits kleine Abweichungen bei der Ermittlung der Grunddaten ergeben massgebliche Unterschiede beim Bewertungsergebnis. Insbesondere bei den ertragswertbasierenden Bewertungsmodellen wird durch die Kapitalisierung eine Abweichung ins Positive wie ins Negative massiv verstärkt. Es ist somit von absoluter Wichtigkeit, alle Grunddaten und deren Einflussfaktoren transparent und nachvollziehbar zu dokumentieren. Dies verstärkt auch die Akzeptanz des Bewertungsergebnisses bei den involvierten Parteien. Vor allem im Bereich der KMU Betriebe bleiben trotz einer vorsichtigen und umsichtigen Erarbeitung aller Grunddaten Einflussfaktoren, welche nur schwer eruierbar oder bestimmbar sind.

3.3.1 Besonderheiten von Klein- und Mittelbetrieben

Da in Klein- und Mittelbetrieben oft kein vom Unternehmenseigner unabhängiges Management besteht und viele Betriebe vom Eigentümer geführt werden, muss zuerst eine Abgrenzung der betrieblichen zur privaten Situation erfolgen. Alle Erträge und Aufwendungen müssen auf ihre betriebliche Notwendigkeit und auf ihre vollständige Einfließung ins Rechnungswesen überprüft werden. Ebenso ist zu überprüfen, ob sich das betriebsnotwendige Vermögen im Unternehmens- oder Privateigentum befindet. Allfällige Abweichungen müssen in den vorliegenden Jahresrechnungen berücksichtigt und korrigiert werden. Beim betriebsnotwendigen Vermögen, welches sich nicht im Eigentum der Unternehmung befindet, müssen allfällige Miet-, Pacht- oder Lizenzzahlungen berücksichtigt werden. Natürlich müssen diese Werte einem Branchenvergleich standhalten.⁵⁹

3.3.2 Qualität von Informations- und Datenmaterial

Für alle Bewertungsmethoden bildet die Jahresrechnung der vergangenen zehn Jahre die Basis für die zukünftigen Ertragsziele. Kleine und mittlere Betriebe verfügen jedoch häufig nicht über qualitativ aussagekräftige oder finanzielle Berichterstattungen. Auch sind die Jahresrechnungen oft steuerlich ausgerichtet und zeigen nicht das operative Ergebnis.

⁵⁹ IDW Standards (2007) (Hrsg). S. 31

Ebenso besteht oftmals die Problematik, dass Investitionen über einen zu langen Intervall geplant wurden und somit die Jahresrechnungen ein zu gutes Ergebnis widerspiegeln. Die Analyse der Ertragskraft kann auch durch eine von der Unternehmerseite erstellte Planrechnung über die zukünftigen fünf Jahre plausibilisiert werden. Sollte die Planrechnung die zukünftige Entwicklung des Unternehmens zu positiv interpretieren oder fehlen konkrete Anhaltspunkte, so muss auf eine eventuelle, mit Erfahrungs- und Branchenkennzahlen bereinigte Vergangenheitsrechnung abgestellt werden.⁶⁰

3.3.3 Unternehmerlohn

Grundsätzlich wird für die Bestimmung des Unternehmerlohnes die Vergütung an einen nicht beteiligten Geschäftsführer als Basis genommen.⁶¹ Wurde in der Vergangenheit kein Unternehmerlohn berücksichtigt, sind die Jahresrechnungen entsprechend zu korrigieren. Zusätzliche Vergütungen an die Unternehmensleitung, insbesondere Naturalbezüge, werden im Rahmen des Merkblatts N1/2007 der direkten Bundessteuer aufgerechnet. Unentgeltlich tätige Familienangehörige werden mindestens mit dem Ansatz der Funktion gemäss L-GAV Art. 10 berücksichtigt.

3.3.4 Reinvestitionsbedarf

Eine nachhaltige wirtschaftliche Rendite kann in einem Hotel nur durch eine klare Ausrichtung am Markt und durch den konsequenten Unterhalt und Ausbau der anlageintensiven Infrastruktur erreicht werden. Durch die zunehmende Diversifizierung und den Druck durch kurzfristigere Konzeptwechsel, steigt der Erneuerungsrhythmus ständig an. Aufgrund der Tatsache, dass der massgebende Teil der Aktiven das Anlagevermögen betrifft, wird auch die Bedeutung des Reinvestitionsbedarfs für die Unternehmensbewertung verdeutlicht.

Der konsequente Unterhalt und die Erneuerung der Anlagen werden über mehrere Jahre die Kosten für einen Neubau (exklusiv Land) betragen. Es ist deshalb nachvollziehbar, dass bei der Berechnung des Reinvestitionsbedarfs auf den Wiederbeschaffungswert oder die Neubaukosten abgestützt wird. Die Neubaukosten werden oft mit Pro-Zimmerpauschalen festgelegt. Die Pauschalen variieren je nach Hotelkategorie zwischen CHF 100'000.00 bis 300'000.00 pro Zimmer und schliessen den Empfangs-, Frühstücks-

⁶⁰ IDW Standards (2007) (Hrsg). S. 33

⁶¹ IDW Standards (2007) (Hrsg). S. 11

und Aufenthaltsbereich ein. Nicht eingeschlossen sind Restaurationssitzplätze, welche nochmals zwischen CHF10'000.00 bis 30'000.00 Wiederbeschaffungskosten verursachen. Je nach Konzept müssen, wie bei einem Baukastensystem, die Kosten für eventuelle Seminarräumlichkeiten, Wellness- und Beautyeinrichtungen oder Parkhäuser mit einberechnet werden.⁶²

Praxisbezogen wird heute ein höherer Detaillierungsgrad bei den Kategorien angestrebt, wobei auch die Zeittangente verkürzt wird. Dies, um den Anforderungen an Konzeptwechsel, Modeströmungen und natürlich dem generell steigenden Standard Rechnung zu tragen. Vor allem Bewertungen durch Architekten und Immobilienspezialisten basieren heute oft auf Kubatur- und Preisberechnungen pro m³ und nicht mehr pauschal pro Zimmer, was im Endeffekt jedoch lediglich ein anderer Weg zur Ermittlung der Erneuerungsinvestitionen darstellt. Wie aus dem nachfolgenden Beispiel ersichtlich ist, werden die Erneuerungsinvestitionen in Kategorien Ausbau, Heizung, Hausinstallation, Fenster und Hülle unterteilt und mit der jeweils zeitlichen Nutzungsdauer versehen. Die Erneuerungsinvestitionen werden teuerungsbereinigt zu ca. 70 bis 100% aufgerechnet, da bei den Erneuerungen, ausser den Ausstattungsgegenständen, nicht mehr die vollen Neukosten anfallen. Diese Werte werden über die Gesamtnutzungsdauer von 60 Jahren berechnet und aufgeteilt. Die Ausstattung wird separat nach Hotel und Restaurant unterteilt und nach Anzahl Zimmer und Platzanzahl aufgeteilt. Die Nutzungsdauer variiert je nach Kategorie zwischen 10 bis 15 Jahre. Aufgrund der errechneten Werte werden nun die Beträge im Zeitraum zwischen 15 und 50 Jahre addiert und durch die Anzahl Betriebsjahre dividiert. Der daraus resultierende Wert ergibt die jährlich zu bildende Rückstellung für die notwendigen Ersatzinvestitionen.

⁶² Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2001). Die Schätzung des nachhaltigen Reinvestitionsbedarfs im Zusammenhang mit der Bewertung von Hotelunternehmen.

Tabelle 3 Berechnungsbeispiel Reinvestitionsbedarf

Berechnung Reinvestitionsbedarf **** Zentrumshotel											
Grunddaten: 120 Zimmer 60 Restaurantplätze 80 Kongress,Saal 50 Parking * Teuerungszuschlag 1.25% pro Jahr Nutzungsdauer 60Jahre 365 Öffnungstage											
Kategorie	Gebäudeteil	Bauvolumen m ³	Kosten/m ³ CHF	Geb.Arteil %	Baukosten CHF	Nutzungsdauer J.	im 15. Jahr *	im 25. Jahr	im 30. Jahr	im 45. Jahr	im 50. Jahr
							113%	120%	145%	175%	186%
Ausbau excl.	Untergesch.	14'000	290	5%	203'000	25		170'520			264'306
Einrichtung	Erd-Oberge.	42'000	700	18%	5'292'000	25		4'445'280			6'890'184
Heizung inkl.	Untergesch.	14'000	290	4%	162'400	25		155'904			241'651
Zentrale	Erd-Oberge.	42'000	700	4%	1'176'000	25		1'128'960			1'749'888
Übrige	Untergesch.	14'000	290	10%	406'000	30			412'658		
Haustechnik	Erd-Oberge.	42'000	700	12%	3'528'000	30			3'585'859		
Fenster	Untergesch.	14'000	290		-	35					
Aussentüren	Erd-Oberge.	42'000	700	15%	4'410'000	35					
Hülle	Untergesch.	14'000	290	6%	243'600	40					
Fassade/Dach	Erd-Oberge.	42'000	700	20%	5'880'000	40					
Erneuerungsinvestitionen Gebäude							-	5'900'664	3'998'518	-	9'146'029
Einrichtung	Halle/Recept.				200'000	15	226'000		290'400	350'000	
	Küche				100'000	15	113'000		145'200	175'000	
	Elektronik				800'000	15	904'000		1'161'600	1'400'000	
Ausstattung	90 Doppel	25'000			2'250'000	15	2'542'500		3'267'000	3'937'500	
Hotel	12 Einzel	15'000			180'000	15	203'400		261'360	315'000	
	18 Suiten	30'000			540'000	15	610'200		784'080	945'000	
Ausstattung	60 Pl.Rest.	12'000			720'000	15	813'600		1'045'440	1'260'000	
Restaurant	80 Pl.Kongr.	8'000			640'000	15	723'200		929'280	1'120'000	
Erneuerungsinvestitionen Ausstattung							6'135'900	-	7'884'360	9'502'500	-
Erneuerungsinvestitionen Gebäude und Ausstattung							6'135'900	5'900'664	11'882'878	9'502'500	9'146'029
Total Erneuerungsinvestitionen bis zum Exit							54'026'713				
Jährliche Rückstellung bis zur letzten Renovation							1'080'534				

Quelle : Eigene Darstellung in Anlehnung an Berechnungsbeispiel MMK Immobilienreuhand AG, Zürich. ⁶³

⁶³ MMK Immobilienreuhand AG, Seestrasse 17, 8002 Zürich. Investitionsbewertung vom 13.08.2010. Unveröffentlichte Berechnung. Verwendung mit Zustimmung der MMK Immobilien AG.

3.3.5 Kapitalkostensatz

Der für die DCF-Methode benötigte Kapitalkostensatz (WACC) wird aufgrund des Verhältnisses von Fremd- und Eigenkapitalkosten gewichtet und berechnet. Der Fremdkapitalkostensatz (Cost of Debt Capital) wird anhand des effektiven Fremdkapitalzinses berechnet und um den mittleren Gewinnsteuersatz gekürzt. Der Eigenkapitalkostensatz (Cost of Equity Capital) berechnet sich anhand des Zinssatzes für risikolose Anlagen plus Marktrisikozuschlag sowie einem Zuschlag für das unternehmensspezifische Risiko.⁶⁴

Abbildung 18 Berechnungsbeispiel Kapitalkostensatz

Fremdkapitalzinssatz	1/3 Abzug Steuern	Anteil Fremdkapital	Fremdkapitalkosten
5.25%	-1.75%	70%	2.40%
Eigenkapitalkostensatz	Zinssatz	Anteil Eigenkapital	Eigenkapitalkosten
Zins risikofreies Kapital	4%		
Zins Branchenrisiko	4%		
Zins Unternehmensrisiko	4%		
Total	12%	30%	3.60%
Kapitalkostensatz (WACC)			6.00%

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Eltschinger Martin (2009) (Hrsg). S. 192

Die Problematik bei der Berechnung des WACC liegt nicht in der rechnerischen Dimension sondern in der Bewertung der Risikozuschläge. Die Theorie der Investitionsrechnung, auf welcher die Unternehmensbewertung aufbaut, geht von der Auffassung aus, dass sämtliche Risiken bereits in den Grunddaten beinhaltet sein müssen und der WACC somit lediglich die Barwertfunktion zu übernehmen hat. In der Praxis werden die Risikozuschläge jedoch oft in den Kapitalkostensatz einberechnet, weil dies einfacher zu erläutern ist. Vor allem im Bereich der KMU-Bewertungen beinhaltet die Festlegung der Risikozuschläge immer wieder eine subjektive Komponente und hängt oft stark vom Bewerter ab.⁶⁵ Die Abhängigkeit wirkt sich auf das Resultat wie folgt aus: Je höher der WACC, desto tiefer die Bewertung- je tiefer der WACC, desto höher der Unternehmenswert.

⁶⁴ Helbling Carl (1998). S. 431-432

⁶⁵ Helbling Carl (1998). S. 431-440

4 Methode

Da die Bewertung von Hotels aufgrund ihrer Komplexität und Branchenerfahrung nur wenige Personen durchführen, können die durch die Erhebung zu erforschenden Einflussfaktoren nur bei eben diesen Experten analysiert und nachgefragt werden. Mit einem leitfadengestützten Experteninterview wird versucht, die einzelnen, genau bestimmbaren Informationen bei den Experten zu erheben. Der Aufbau und die Erarbeitung des Leitfadens, das Interview selbst und die Auswertung basieren auf den Ausführungen von Jochen Gläser und Grit Laudel im Buch „Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse“.

4.1 Das Interview als Kommunikationsprozess

Das leitfadengestützte Interview unterscheidet sich in wesentlichen Merkmalen von Alltagsgesprächen oder anderen Befragungen:

- Es gelten festgelegte Kommunikationsregeln und Konventionen. Deren wichtigste lautet, dass eine Frage ohne Sanktionen für den Antwortenden nicht beantwortet werden darf.
- Es gibt eine klare Rollenverteilung zwischen Fragendem und Antwortendem. Beide Seiten akzeptieren diese Rollenverteilung.
- Der Fragende führt den Dialog. Der Dialog ist auf die Informationsziele gerichtet.

Um ein leitfadengestütztes Experteninterview erfolgreich zu führen, muss der Kommunikationsprozess exakt gestaltet, geplant und auf den Befragten angepasst werden, um möglichst alle gewünschten Informationen zu erhalten. Da der Interviewpartner freiwillig in die Rolle des Befragten eingewilligt hat und somit jederzeit zurücktreten kann, ist es wichtig, dass der Interviewer immer um ein vertrauensvolles Gesprächsklima bemüht ist. Je besser das Gesprächsklima ist, um so mehr Informationen erhält er. Es bedarf deshalb bereits von der ersten Kontaktaufnahme an „vertrauensbildende Massnahmen“ seitens des Interviewers, um ein möglichst entspanntes Gesprächsklima zu erreichen. Diese Massnahmen beginnen schon beim

Anschreiben und werden mittels Telefon- und persönlichen Gesprächen bis zum unmittelbaren Interview weitergeführt.⁶⁶

4.2 Auswahl der Interviewpartner

Um die Auswahl der Interviewpartner zu bestimmen, muss zuerst vergegenwärtigt werden, wer über das notwendige Wissen verfügt. Es wird nicht der Fall sein, dass ein Interviewpartner über alle relevanten Informationen verfügt. Es ist deshalb wichtig, eine Anzahl von verschiedenen Interviews zu erheben, um Sachverhalte zu triangulieren. Um einen sozialen Prozess über Experteninterviews zu rekonstruieren, müssen folgende Fragen beantwortet werden:

1. Wer verfügt über das notwendige Wissen?
2. Wer ist in der Lage, präzise Informationen zu liefern?
3. Wer ist bereit, am Interview teilzunehmen und Informationen zu geben?
4. Wer ist überhaupt verfügbar?

Häufig hängt die Verfügbarkeit von der Arbeitsbelastung ab. Es ist oft einfacher, Personen für ein Interview zu gewinnen, die in der Hierarchie tiefer stehen, aber ebenfalls über das nötige Wissen verfügen. Auf einen Zuzug von Freunden oder guten Bekannten wurde bewusst verzichtet, um keine Verzerrungen in den Ergebnissen zu erhalten.⁶⁷

Bei der Auswahl der Experten wurde darauf geachtet, dass die Personen ein möglichst grosses Spektrum an Bewertungsgründen abdecken. Es wurde bewusst auf Experten verzichtet, welche vorrangig im Bereich der reinen Finanzierung tätig sind.

4.3 Kontaktaufnahme zu Interviewpartner

Die einzelnen Kontaktaufnahmen mit den Experten werden detailliert nach Art und Zeit anhand folgender Tabelle geschildert:

⁶⁶ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 111-115

⁶⁷ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 117-119

Tabelle 4 Kontaktaufnahme Experten

Experte	Anfrage	Erstkontakt	Zweitkontakt	Drittkontakt	Interview
EX1	Per Mail durch DD 03.09.2010	07.09.2010	Bestätigung per Mail 07.09.2010	-	10.09.2010
EX2	Telefonisch durch DD 31.08.2010	31.08.2010	Bestätigung per Mail 21.08.2010	-	06.09.2010
EX3	Per Mail durch DD 03.09.2010	07.09.2010	Bestätigung per Tel. 07.09.2010	-	13.09.2010
EX4	Per Mail durch DD 03.09.2010	07.09.2010	Bestätigung per Tel. 09.09.2010	-	14.09.2010
EX5	Per Mail durch DD 24.08.2010	24.08.2010	Bestätigung per Mail 21.08.2010	-	03.09.2010
EX6	Telefonisch durch DD 20.08.2010	20.08.2010	Bestätigung per Mail 21.08.10	-	24.08.2010
EX7	Per Mail durch DD 24.08.2010	Über EX 5	Bestätigung per Mail 21.08.2010	-	03.09.2010
EX8	Per Mail durch DD 03.09.2010	09.09.2010	Bestätigung per Tel. 14.09.2010	-	22.09.2010
EX9	Telefonisch durch SGH 20.08.2010	20.08.2010	Bestätigung per Tel. 23.08.2010	-	31.08.2010

4.4 Konstruktion des Interviewleitfadens

Der Interviewleitfaden ist lediglich das Erhebungsinstrument und bildet das Gerüst für das Interview. Es ist wichtig, die zentrale Forschungsfrage und die Anschlussfragen im Kopf zu haben, denn der Leitfaden und das schriftliche Abbild sollen lediglich unterstützend wirken. Durch die genaue Kenntnis der Fragen wird sichergestellt, dass bei mehreren Interviews dieselben Informationen erhoben werden.

Der Leitfaden beginnt mit einer kurzen Vorbemerkung, die das Ziel der Erhebung nochmals erläutern soll. Die Antwortenden werden nochmals über die Anonymisierung informiert. Im Weiteren wird die Bewilligung zur Aufzeichnung des Interviews eingeholt.

Zuerst wird eine sogenannte Aufwärmfrage gestellt, welche dem Antwortenden eine gewisse Sicherheit geben und sich somit vertrauensbildend auswirken soll. Das Interview ist auf 16 Fragen beschränkt und auf zirka eine Stunde ausgelegt. Die Fragen werden in der Alltagssprache gestellt, klar und kurz gefasst, nach Themen geordnet, um so den Informationsfluss im Interview zu gewährleisten und um einen möglichst natürlichen Gesprächsverlauf zu ermöglichen. Die letzte Frage beinhaltet einen angenehmen Abschluss des Interviews. Dies, um keinen negativen Eindruck zu hinterlassen.

Der Interviewleitfaden ist ein Instrument, welches auf noch ungeprüften Annahmen und Erfahrungen basiert. Um eine möglichst hohe Akzeptanz der Befragten zu erreichen, wird

der Leitfaden im Vorfeld der Interviews mit ein bis zwei Personen in Testinterviews überprüft. Eventuell muss der Leitfaden im Anschluss nochmals angepasst werden, was jedoch soweit unproblematisch ist, da nicht grundsätzlich die Fragen geändert werden müssen, sondern lediglich die Formulierungen. Weiter muss der Leitfaden nach jedem Interview überprüft werden, da aus den Befragungen neue Erkenntnisse und Fragestellungen resultieren, welche wiederum zu Anpassungen am Leitfaden führen können. Die Arbeit am Leitfaden ist deshalb nie abgeschlossen und dauert bis zum letzten Interview.⁶⁸

4.5 Vorbereitung des Interviews

Von Beginn weg war klar, dass die einzelnen Interviews als face-to-face Interviews geführt werden. Einerseits, weil damit den Experten der nötige Respekt entgegen gebracht wird und andererseits, weil alternative Varianten wie Telefon- oder E-Mail- Interviews aufgrund der nachfolgenden Faktoren ungünstig sind:

Beim Telefoninterview wird die eigentliche Kontrolle des Interviewers abgegeben. Der Befragte kann neben dem Gespräch abgelenkt sein oder ggf. andere Arbeiten verrichten, ohne dass der Interviewer Einfluss nehmen kann. Im Weiteren gehen alle visuellen Informationen verloren. Bei der E-Mail Befragung verschärft sich der Informationsverlust zusätzlich, da der Befragte alles aufschreiben muss und deshalb die Antworten kurz halten wird. Ausserdem können akustische Informationen nicht wahrgenommen werden.

Vor Beginn des Interviews wird der Befragte nach seiner Einwilligung der tonbandmässigen Aufzeichnung des Gespräches gefragt. Tonbandmässig deshalb, um das digital aufgezeichnete Gespräch im Anschluss zu transkribieren. Sollte der Befragte kritisch reagieren, wird die alternative Variante des Gesprächsprotokolls gewählt. Diese Variante birgt jedoch die Gefahr eines Informationsverlusts, unliebsamer Abweichungen oder mangelnder Aufmerksamkeit während des Interviews.

Der Erstkontakt ist eine der vorgängig geschilderten vertrauensbildenden Massnahmen. Ein ethischer Grundsatz, welcher die Kontaktaufnahme mit potenziellen Interviewpartnern begleitet, ist die informierte Einwilligung. Es muss transparent über das Ziel und die Art

⁶⁸ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 142-150

und Weise der Mitwirkung an der Untersuchung informiert werden. Dies steigert einerseits das Interesse an der Mitwirkung und schafft andererseits das nötige Vertrauen.

Der erste Kontakt wird durch ein kurzes, informelles Schreiben hergestellt. In diesem einseitigen Schreiben wird über das Ziel der Untersuchung und die Aufgaben der Mitwirkung orientiert. Eine telefonische Kontaktaufnahme wird angekündigt. Kurze Zeit nach dem Versand erfolgt dann die telefonische Kontaktaufnahme mit dem potentiellen Interviewpartner. Dieser wird nochmals über die Untersuchung und den zeitlichen Rahmen informiert. Abschliessend wird das Einverständnis zum Interview eingeholt. Bei ablehnender Haltung wird auf die Bedeutung seiner Teilnahme hingewiesen oder über die Nennung allfälliger Referenzpersonen, welche ihn empfohlen haben, orientiert. Terminkoordination mit Datum, Zeit und Ort erfolgen im Anschluss. Natürlich wird nochmals ein Dank für die Zusage ausgesprochen.⁶⁹

4.6 Experteninterview führen

Um ein möglichst erfolgreiches und informatives Interview zu erhalten, werden wir uns an folgende Regeln halten:

- Aktives zuhören heisst, sich auf die erhaltenen Informationen zu konzentrieren, dem Interviewpartner zu verstehen geben, dass er verstanden wird und einzuschätzen, welche Informationen noch benötigt werden. Dies erfolgt während des Interviews zum Beispiel mit Blickkontakt oder Nicken, es kann jedoch auch bestärkend in paraverbaler Form erfolgen.
- Nicht unterbrechen. Der Redefluss sollte nicht unterbrochen werden. Sollte eine Nachfrage oder Präzisierung nötig sein, muss diese memorisiert und später gestellt werden.
- Pausen zulassen. Denken braucht Zeit. Pausen erscheinen oft bedrückend und man ist versucht, das Schweigen durch neue Fragen ausfüllen. Durch Denkpausen erhält man jedoch zusätzliche Informationen.

⁶⁹ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 153-163

- Flexibles Fragen. Es erzeugt ein angenehmes, natürliches Gesprächsklima. Viel wichtiger als das sture Abarbeiten des Leitfadens ist es, auf Anknüpfungspunkte zu achten und so möglichst natürliche Übergänge zwischen den einzelnen Themen zu schaffen. Plötzliche Themenwechsel werden als Verhörtechnik interpretiert und könnten den Anschein erwecken, dass man am Gesagten gar nicht wirklich interessiert ist.
- Verständnisprobleme aufnehmen bevor es zu spät ist. Sollten Aussagen von Interviewpartnern unverständlich oder unpräzise sein, wird dies durch eine geschlossene Ja/Nein Frage ausgedrückt (Habe ich Sie richtig verstanden, dass...?). Damit wird die Aussage des Interviewpartners kurz paraphrasiert und der Frage den „Prüfungscharakter“ genommen. Entweder wird der Interviewpartner mit einem kurzen „Ja“ antworten oder die Aussage selbst präzisieren. Es ist jedoch darauf zu achten, dass nicht zu viele Verständnisfragen gestellt werden, denn dies kann das Interview blockieren.

Den benötigten Detaillierungsgrad auf eine Frage zu erhalten, ist oft die grösste Herausforderung für den Interviewer. Vor allem Personen mit einem höheren Bildungsgrad neigen dazu, zu detaillierte Informationen zu geben. Es braucht darum ganz präzise Fragetechniken, um die wirklich benötigten Details zu erhalten. Dies kann erreicht werden, wenn bewusst falsche Unterstellungen benutzt werden, was zu einem Widerspruch seitens des Befragten führt. Oder man zeigt sich informiert, denn der Befragte ist eher bereit Details preiszugeben, wenn er das Gefühl hat, der Interviewer sei mit dem Erfragten vertraut. Weiter kann man indirekte Provokationen nutzen oder nach Beispielen für das Gesagte fragen.

Die eigene Kompetenz im richtigen Ausmass zu vermitteln, stellt den Interviewer vor eine gewisse Problematik. Einerseits ist es wichtig, seine eigene Kompetenz im Rahmen des Interviews zu vermitteln, um einen möglichst hohen Grad an Detaillierung zu erhalten, andererseits besteht die Gefahr, dass der Interviewpartner sich kontrolliert fühlt und somit Informationen zurück hält. Im Weiteren ist es wichtig, eigene Bewertungen von Aussagen zu unterlassen. Ob positiv oder negativ, eine Wertung der Aussage darf vom Interviewer

auf keinen Fall erfolgen, da ansonsten ein Anpassungs- oder Widerspruchsverhalten ausgelöst wird.⁷⁰

4.7 Nach dem Interview

Nach Beendung des Interviews wird allen Interviewpartnern die Möglichkeit eines Feedbacks eingeräumt. Den Befragten wird das Interviewtranskript zugestellt, um das Gesagte zu kontrollieren und eventuelle Korrekturen anzubringen. Bei den Korrekturen wird unterschieden zwischen Berichtigung falscher Informationen und der Rücknahme gegebener Informationen. Handelt es sich um das Zweite wird ein gesonderter Text erfasst, welcher in die Untersuchung einfließt. Die Bestimmung darüber bleibt jedoch ausschliesslich beim Forschenden.

Zu jedem Interview wird ein kurzer Bericht erstellt. Der Bericht enthält folgende Situationsinformationen:

- Wie ist das Interview zustande gekommen? War die Haltung eher ablehnend oder zustimmend? Gab es Einwände oder wurden Konzessionen gemacht?
- Beschreibung von Dauer, Ort, Störfaktoren, Unterbrechungen durch Telefonate oder Personen.
- Bemerkungen zur Interview- und Abschlussphase.

Im Anschluss wird das gesamte, aufgezeichnete Interview transkribiert. Für die Transkription verwenden wir folgende Regeln.

- Nichtverbale Äusserungen werden nur vermerkt, wenn Sie der Aussage eine andere Bedeutung geben.
- Besonderheiten bei einer Ja/Nein Antwort (z.B. zögernd, lachend, Pause etc.) werden vermerkt.
- Unterbrechungen werden vermerkt.
- Unverständliche Aussagen werden gelb gekennzeichnet.
- Die Fragestellung wird jeweils fett hervorgehoben.
- Die Antwort wird in Absätzen erfasst.
- Die transkribierten Interviews werden sofort nach Ihrer Erfassung anonymisiert.

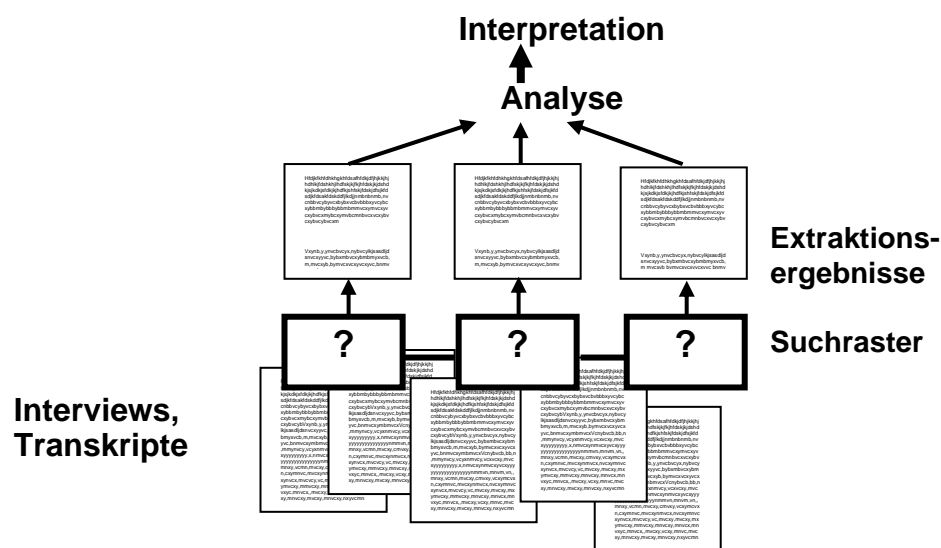
Die zurück erhaltenen Interviewtranskripte werden analysiert, allfällige Erkenntnisse fließen in die nächsten Interviews ein.⁷¹

⁷⁰ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 172-178

4.8 Auswertung von Experteninterviews

Die Auswertung der einzelnen Experteninterviews verläuft über vier Schritte. In einem ersten Schritt werden anhand der in der Theorie ausgearbeiteten Untersuchungsvariablen und Einflussfaktoren sogenannte Suchraster erarbeitet. Mit diesen Suchrastern wird der transkribierte Interviewtext überprüft und abgesucht. Im zweiten Schritt werden die für die Beantwortung der Forschungsfrage relevanten Daten aus dem Transkript extrahiert. Das heisst, die einzelnen Interviews werden auf spezifische Aussagen abgesucht und vom restlichen Text abgesondert. Die einzelnen, im ersten Schritt festgelegten Suchraster, können jedoch während der Extraktion angepasst und ergänzt werden. So wird sichergestellt, dass keine relevanten Daten für die Untersuchung verloren gehen. Die dadurch erhaltenen, extrahierten Rohdaten werden nun mit Quellenangaben und Verweisen auf die Textstelle durch den Verfasser interpretiert und in die Forschungsarbeit übernommen. Aus den Extraktionsergebnissen erfolgt im dritten Schritt die Analyse, gefolgt vom vierten Schritt, der Interpretation.⁷²

Abbildung 19 Auswertung von Experteninterviews



Quelle: In Anlehnung an: Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 200

⁷¹ Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 191-195

⁷² Gläser Jochen, Laudel Grit (2009). S. 197-202

5 Ergebnisse

Alle Interviews wurden persönlich durchgeführt. Zu jedem Interview besteht ein Transkript oder ein Gedächtnisprotokoll, das Letztere jedoch nur, wenn eine digitale Aufnahme des Interviews nicht erlaubt wurde. Im Weiteren wurde zu jedem Interview ein Interviewbericht erstellt. Die Auswertung der Experteninterviews basiert auf den transkribierten Interviews. In die Auswertung fließen die extrahierten Aussagen und Aspekte der einzelnen Interviewpartner. Auf eine Aufführung deckungsgleicher Aussagen wurde aufgrund der Übersicht und Lesbarkeit verzichtet. Der Interviewleitfaden wurde dynamisch eingesetzt, das heisst, dass die Fragen an den Experten noch vor und während des Interviews angepasst wurden. Dies führte konsequenterweise zum Umstand, dass nicht alle Experten die im Anhang angefügten Fragen des Leitfadens beantwortet haben. Im Anschluss an die Extraktionen erfolgte jeweils eine kurze Analyse.

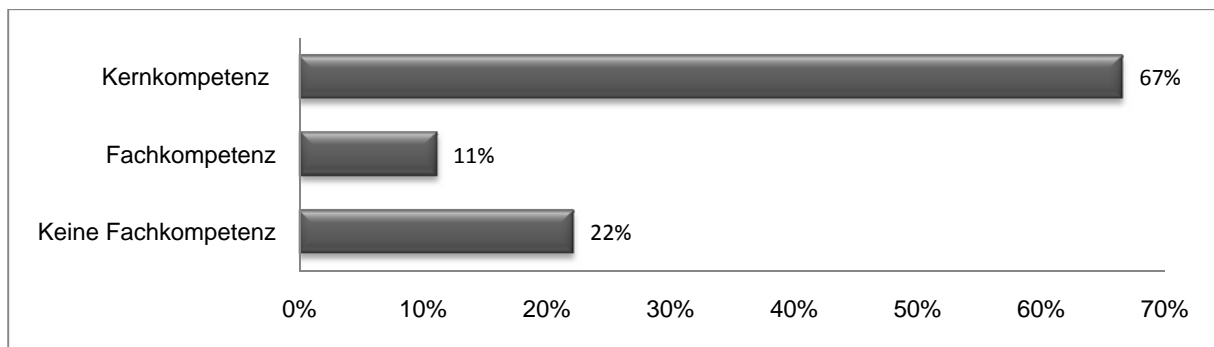
5.1 Expertenkreis

Alle der neun interviewten Experten haben einen Hoch- oder Fachhochschulabschluss im Bereich Betriebswirtschaft. Die einzelnen Interviewpartner verfügen aufgrund ihres Werdegangs über verschiedene Kernkompetenzen. Anhand vier verschiedener Suchraster wird versucht, eine differenzierte Analyse der Kompetenzbereiche sowie eine Gesamtanalyse des Expertenwissens zu erstellen.

5.1.1 Spezialwissen Unternehmensbewertung Hotellerie

Die Analyse der einzelnen Experten erfolgt über folgende Fragestellungen: Verfügt der Experte oder seine Organisation über ein branchenspezifisches Fachwissen im Bereich der Unternehmensbewertung für die Hotellerie? Wurden bereits Bewertungen von Hotelbetrieben durchgeführt? Wurden Bewertungen mit verschiedenen Bewertungsgründen durchgeführt? Die Unterscheidung der Kompetenzbereiche wird in folgende Kategorien eingeteilt: Kernkompetenz, Fachkompetenz, keine Fachkompetenz. Über Kernkompetenz verfügt, wer sich auf die Branche spezialisiert hat und vorwiegend Bewertungen von Hotelunternehmen durchführt, sowie auf breite und mehrjährige Erfahrungswerte zurückgreifen kann. In den Bereich Fachwissen wurde eingeteilt, wer über eine Branchenspezialisierung verfügt, jedoch nicht vorwiegend in diesem Bereich tätig ist. Keine Fachkompetenz verfügt, wer noch keine Unternehmensbewertungen für ein Hotelunternehmen durchgeführt hat.

Abbildung 20 Spezialwissen Hotellerie der Experten

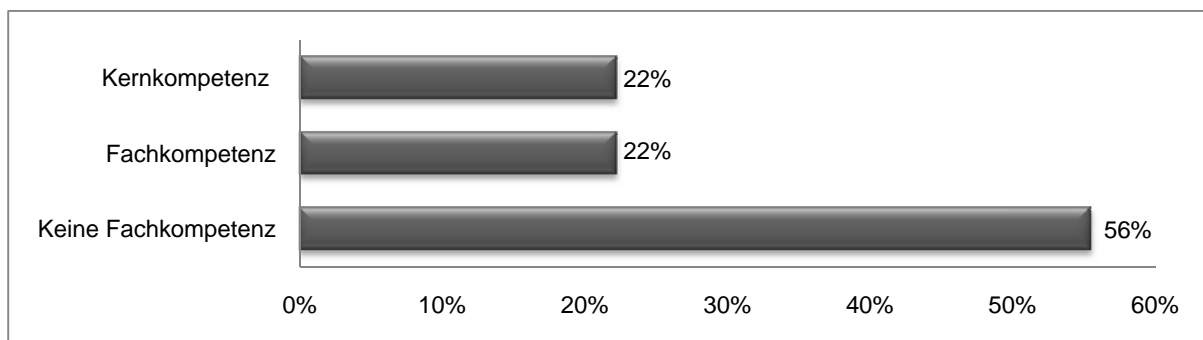


Quelle: Eigene Darstellung

5.1.2 Operative Erfahrung in der Hotellerie

Folgende Fragestellungen sind die Grundlage für die Analyse: Hat der Experte während seiner Ausbildung oder während seines Werdeganges aktiv in der Branche gearbeitet? Besitzt er operative Erfahrung oder ggf. Führungserfahrung in der Hotellerie? Die einzelnen Experten werden anhand ihres Werdeganges in die Kategorien Kern-, Fach- oder keine Fachkompetenz eingeteilt. In den Bereich Kernkompetenz wurde eingeteilt, wer über Führungs- oder Kadererfahrung in der Hotellerie verfügt. Über Fachkompetenz verfügt, wer operativ in einem Hotelbetrieb tätig war, jedoch nicht auf Führungs- oder Kaderebene. Keine Fachkompetenz verfügen die Experten, welche selbst nie in einem Hotelbetrieb tätig waren.

Abbildung 21 Operative Erfahrung der Experten

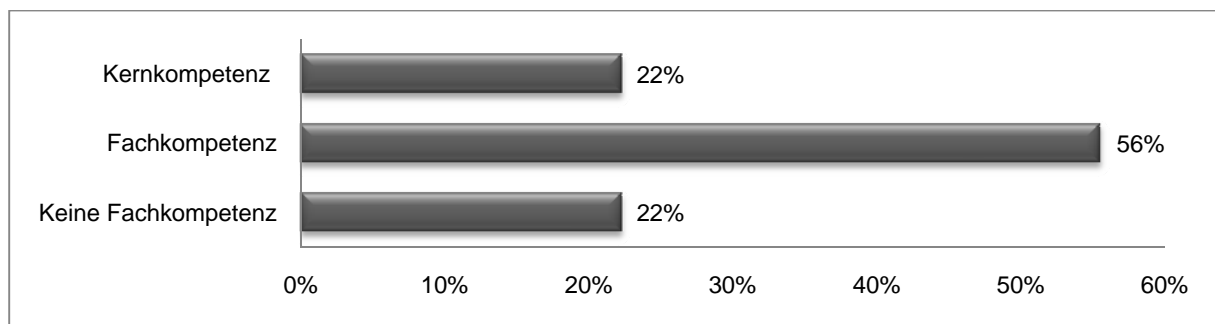


Quelle: Eigene Darstellung

5.1.3 Spezialkenntnisse Hotelliegenschaften

Die Analyse erfolgte mit folgenden Suchrastern: Verfügen die Experten oder die Organisation über vertiefte Kenntnisse im Bereich der Liegenschaftenschätzung oder -bewertung? Verfügt der Experte über eine spezialisierte Ausbildung im Bereich Bau- oder Liegenschaftenmanagement? Hat eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Problematik Investitionsstau, Reinvestitionsbedarf und Unterhalt von Hotelliegenschaften stattgefunden? Kann sich der Experte auf breites, internes Datenmaterial abstützen? In den Bereich der Kernkompetenz wurde eingeteilt, wer alle Voraussetzungen mitbringt. In den Bereich Fachkompetenz wurde eingeteilt, wer vertiefte Kenntnisse im Bereich Hotelliegenschaften hat, aber nicht über eine entsprechende Ausbildung verfügt. In den Bereich keine Fachkompetenz wurden die Experten eingeteilt, welche über keine Erfahrung im Bereich Liegenschaften oder Liegenschaftenmanagement verfügen.

Abbildung 22 Spezialkenntnisse Hotelliegenschaften



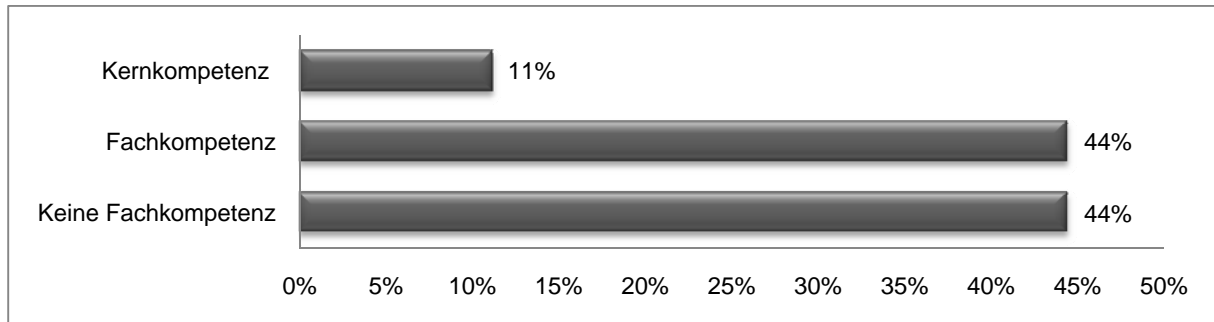
Quelle: Eigene Darstellung

5.1.4 Branchenfremdes Fachwissen Unternehmensbewertung

Die abschliessende Auswertung wurde mit folgenden Fragen ausgewertet: Inwieweit verfügen die Experten auch über branchenfremdes Fachwissen im Bereich der Unternehmensbewertung? Wie stark werden neue Einflüsse aus anderen Branchen berücksichtigt? Verfügt die Organisation oder der Experte über Vergleichsmöglichkeiten mit anderen Branchen? Kernkompetenz besitzt, wer über ein breites, theoretisches und branchenunabhängiges Fachwissen und Vergleichsmöglichkeiten verfügt. Im Bereich Fachwissen wurde eingeteilt, wer auf Grund der Ausbildung und des Werdegangs auch mit anderen Branchen in Kontakt gekommen ist. In den Bereich keine Fachkompetenz

wurde eingeteilt, wer sich stark auf die Hotellerie spezialisiert hat und nicht über Vergleichsmöglichkeiten verfügt.

Abbildung 23 Branchenfremdes Fachwissen Unternehmensbewertung

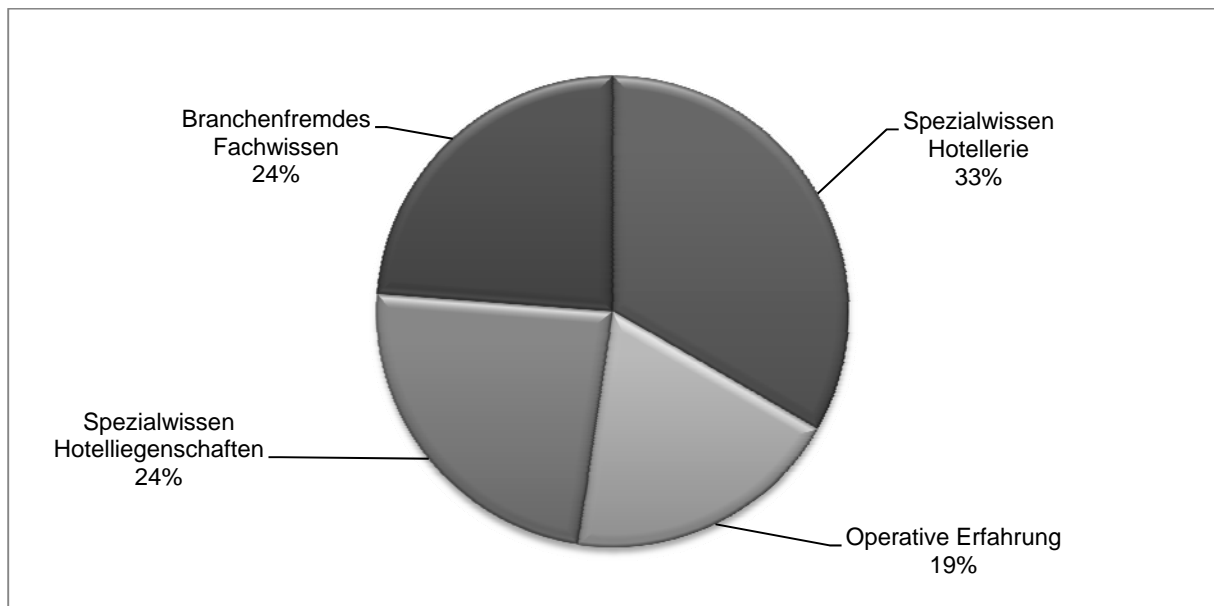


Quelle: Eigene Darstellung

5.1.5 Gesamtanalyse Expertenwissen

Die Zusammenführung der Bereiche Kern- und Fachkompetenz führt zu einem ausgeglichenen, homogenen Wissensbild. Das gesamte gebündelte Wissen der Experten vermittelt optimale Voraussetzungen für die Befragung und die Qualität der Antworten.

Abbildung 24 Kern- und Fachkompetenz Expertenwissen

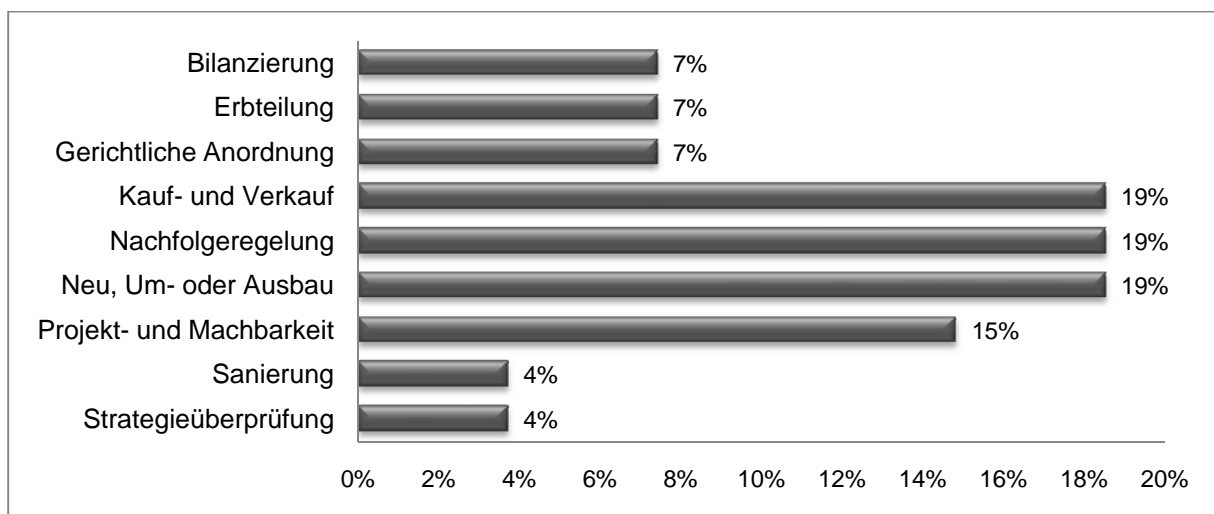


Quelle: Eigene Darstellung

5.2 Gründe der Bewertung

Der Bewertungsanlass steht im Mittelpunkt eines jeden Gutachtens und einer jeder Bewertung. Der Auftraggeber verknüpft mit der Absicht einer Bewertung ein klares Ziel. Ob es nun um einen Kauf oder Verkauf oder um eine Nachfolgeregelung geht, immer steht die Wertermittlung im Zentrum. Ob nun Käufer oder Verkäufer, Projektverantwortlicher oder Investor, sehr oft setzt sich der Bewerter einem Spannungsfeld von gegenseitigen Interessenslagen aus. Die Experten wurden im ersten Teil gefragt, welches die Hauptgründe für eine Unternehmensbewertung sind. Mehrfachmeldungen waren möglich. Nach wie vor werden die meisten Bewertungen unter dem Aspekt von Kauf und Verkauf, Nachfolgeregelung sowie Investitionen von Neu-, Um- oder Ausbauten gemacht. Spannend ist der Umstand, dass mehrere Experten auf die zunehmende Anzahl an Bewertungen von Projekten und Machbarkeitsstudien hinwiesen. (EX 6) formulierte es so, dass vor allem während der jetzigen Boomphase Bewertungen von Machbarkeitsstudien und Projekten im Vordergrund stehen, bei welchen zuhause von Entwicklern, Generalunternehmern und Investoren eine Beurteilung abgegeben wird, mit welcher anschliessend über Go or No Go entschieden wird. Bei (EX5) betrifft die Bewertung von Projekten bereits einen Anteil von einem Drittel aller Unternehmensbewertungen. Bei (EX2) ist dies sogar der Grossteil der Bewertungen von Projekten oder Machbarkeitsstudien. Dieser Umstand kommt vor allem den Experten zugute, welche sich stark auf die Spezialgebiete Hotellerie und Hotelliegenschaften konzentriert haben und dort über Kernkompetenzen verfügen.

Abbildung 25 Bewertungsgründe



Quelle: Eigene Darstellung

Gründe für die Ablehnung von Bewertungsaufträgen liegen vor allem dann vor, wenn die zu bewertenden Objekte ausserhalb der Branche liegen oder im Bereich ausserhalb der Fachkompetenzen. (EX5) hält fest, dass nur Projekte mit fundierten Grundlagen bewertet werden; es werden keine „Luftschlösser“ bewertet. Interessant erscheint der Ansatz von (EX1), dass im Umfeld von Sanierungen die benötigte Bewertung in ein Forschungsprojekt an einer Fachhochschule einzubringen wäre, um so die engen Kostenvorgaben während einer Sanierung einzuhalten.

5.2.1 Abhängigkeit von Bewertungsgrund und -methode

Auf die Fragestellung, ob bei verschiedenen Bewertungsgründen auch unterschiedliche Bewertungsmodelle zum Zug kommen, antworteten die Experten uneinheitlich. (EX1) Wir sind vor allem im Bereich der IT-Branche tätig und erstellten verschiedene Bewertungen von Start Up's. IT-Institutionen verkaufen keine Substanz, nur die Zukunft und somit ergibt der DCF-Wert die Richtung eines Wertes für Verhandlungen. Die Resultate werden mit Vergleichszahlen und Multiples überprüft. (EX 2) Wir sind stark im Bereich von Projekten und Machbarkeitsstudien tätig, bevorzugen jedoch eine eigene Methode, bei welcher über die gesamte Lebensdauer (bis zu 150 Jahre) eine Planrechnung mit Einbezug der Risikofaktoren erstellt wird und diese mit einem eigens gewählten Diskontsatz aufgerechnet wird. Dieses Vorgehen kommt bei uns unabhängig vom Bewertungsgrund zur Anwendung. (EX3) Wir halten uns vorwiegend an die DCF-Methode, gehen jedoch bei den Planzahlen von stagnierenden Werten aus und wenden zur Berechnung einen WACC von 6% an. Im Bereich der Nachfolgeregelung wird ebenfalls auf den Substanzwert oder den Verkehrswert abgestützt, doch im Mittelpunkt steht der Wert aus der DCF Berechnung. (EX4) Wir stützen uns bei den Bewertungen auf die Werte der intern erstellten Datenbank, welche mit Transaktionspreisen und Hotelbewertungen abgefüllt wurde. Mit diesen Multiples und dem Kontrollmechanismus über die Renditen werden die Werte ermittelt. Natürlich wird der Wert ertragswertbasierend ermittelt. Wir wählen jedoch einen eigenen Diskontsatz. (EX5) Wir verwenden konsequent die DCF-Methode, fordern aber vom Auftraggeber die Planzahlen über die nächsten fünf Jahre, welche anschliessend plausibilisiert werden. Die Planzahlen finden jedoch keine Anwendung bei der Berechnung. Unsere Berechnung wird ausschliesslich mit eigens erarbeiteten Werten vollzogen. Bei einem Finanzierungsvorhaben wird ergänzend noch eine

Tragbarkeitsrechnung erstellt. Ein Substanzwert kommt nicht zur Anwendung, auch wenn dieser höher als der berechnete DCF-Wert ist.

(EX6) Wir verwenden im Kern ebenfalls die DCF-Methode. Es besteht jedoch Methodenvielfalt. Wir entscheiden situationsspezifisch, welche Methode zum Einsatz kommt. Schlussfolgerungen werden jedoch immer vom DCF-Wert abgeleitet, ertrags- und Cash Flow-orientiert. (EX8) Wir erarbeiten Planzahlen über die Lebensdauer eines Konzeptes und auf Basis der einzelnen Profitcenter im Betrieb. Wir erstellen somit für die möglichen Bereiche wie Restauration, Hotellerie und Wellness etc. eigene Planrechnungen über die Lebensdauer und hinterlegen die notwendigen Investitionen. Es wird somit kein Residualwert berücksichtigt, da dieser bei der klassischen DCF-Methode zu stark gewichtet wird.

Einwände oder gar Vorgaben von Seiten der Auftraggeber verneinten alle Experten unisono. Die Beeinflussung durch Methoden oder Wertvorgaben kommt nicht vor und würde aus Gründen der Unabhängigkeit auch nicht akzeptiert. Einzig (EX4) weist noch auf die gesetzlichen Vorgaben im Bezug auf den WertV⁷³ in Deutschland hin. Mit der Verkehrswertermittlung nach Bundesbaugesetzbuch § 194 besteht auf Seiten des Gesetzgebers eine Verordnung zur Wertermittlung, welche in Deutschland zu Vergleichszwecken mitgerechnet wird.

Die ertragswertbasierenden Bewertungsmethoden haben sich in der Hotellerie durchgesetzt, unabhängig vom Bewertungsgrund. Obwohl sich die meisten Experten auf die DCF-Methode abstützen, angewandt wird nicht die aus der Lehre bekannte DCF-Methode, vielmehr wird oftmals eine Kombination aus Ertragswert und DCF-Methode angewandt, mit Anpassungen im Bereich der Zeittangente, WACC oder bei der Ermittlung des Free Cash Flow.

5.3 Besonderheiten von Klein- und Mittelbetrieben

Da bei KMU Betrieben der direkte Einfluss des Inhabers oder Patrons auf die Buchführung offensichtlich ist, wurden die Experten gefragt, wie sie mit dem Umstand umgehen, dass oftmals Erträge oder private Aufwände im Betrieb nicht verbucht wurden. (EX1) Wir sehen den wesentlichen Punkt in der Verifizierung des Unternehmensaufwands und sind in der

⁷³ Verkehrswert von Grundstücken gemäss Bundesbaugesetzbuch in Deutschland.

Praxis auf die Selbstdeklaration angewiesen. Es wird jedoch auch auf Detailkonti zurückgegriffen, um Werte zu plausibilisieren und zu hinterfragen. Stellt sich der Eigenbezug in Vergleich als zu hoch dar, wird dieser als Gewinnanteil aufgerechnet. (EX3) Bei revidierten Gesellschaften findet bereits eine Abgrenzung von privaten und geschäftlichen Aufwänden statt. Wo es uns notwendig erscheint, nehmen wir Einsicht in die Buchführung und korrigieren privat verbuchte Aufwände. Grundsätzlich stützen wir uns jedoch auf die erhaltenen Unterlagen. (EX4) Wir verlangen einen Businessplan über die zukünftigen fünf Jahre sowie die revidierten Jahresabschlüsse der letzten fünf Jahre. Anschliessend plausibilisieren wir die Werte mit einer intern erstellten Kontrollrechnung. Bestehen grosse Abweichungen, wird auf interne Werte abgestützt. Dies ist oft der Fall, da die benötigten Businesspläne nicht immer von Seiten des Kunden erstellt werden. (EX5) Wir arbeiten zu Vergleichszwecken mit den letzten fünf revidierten Jahresrechnungen und einer vom Kunden erstellten Zukunftsprognose. Es erfolgt jedoch keine Einsicht in die Buchhaltung, da für die Wertermittlung ausschliesslich auf einer intern erstellten Rechnung aufgebaut wird. (EX6) Wir stellen fest, dass bei juristischen Personen die Abgrenzung zwischen Privat und Geschäftlich aufgrund der diversen gesetzlichen Grundlagen gut funktioniert. Abweichungen werden ebenfalls bereinigt und an Standard- und Erfahrungswerte angepasst. Ein Rückgriff auf Detailkonti erfolgt nicht. (EX8) Wir plausibilisieren anhand der letzten fünf revidierten Jahresrechnungen und korrigieren, wo offensichtliche Abweichungen bestehen. Abweichungen kontrollieren wir auch auf der Ebene der Detailkonti.

Diese Problematik wird bei allen Experten thematisiert und mit den Kunden angesprochen. Aufgrund der vermehrt ertragswertbasierenden Sicht hat die Relevanz jedoch abgenommen, da die Vergangenheitszahlen nur noch zu Vergleichs- und Plausibilisierungszwecken benötigt werden und somit nur noch einen geringen Einfluss auf die Bewertung haben.

5.3.1 Abgrenzung beziehungsbedingter Umsätze

Da im KMU Umfeld Betriebe oft personifiziert geführt werden, stellt sich die Problematik, wie allfällig beziehungsbedingte Umsätze bei einer Bewertung abgegrenzt oder behandelt werden. (EX1) Vor allem bei Kleinbetrieben, bei denen der wirkliche Wert im Know How und Netzwerk des Eigentümers eingebunden ist, erfolgt von uns ein Zuschlag beim Risiko,

was zu einer Anpassung des verwendeten WACC führt. Abgegrenzt wird oft mit dem Umstand, ob eine anonyme Akquisition im Betrieb möglich ist. Das heisst konkret: Fragt der Kunde nach der Firma oder nach dem Leistungsträger? (EX3) Wir versuchen ein allfälliges Klumpenrisiko durch eine personifizierte Führung in den Planzahlen abzubilden. Wir reduzieren deshalb die prognostizierten Umsätze, um so das Risiko bereits in die Planrechnung einzubeziehen. Ein allfälliger Einbruch bei Buchungen von Stammkunden kann so bereits im Ansatz berücksichtigt werden. Eine Anpassung beim WACC erfolgt nicht. (EX4) Das ist doch vom Nachfolger abhängig. Oft sind ja grössere Ketten die Nachfolger und diese hätten ein sehr viel breiteres Buchungsnetz und können so die eventuell verloren gegangenen Umsätze leicht kompensieren. (EX5) Die Abgrenzung von beziehungsbedingten Umsätzen ist enorm schwierig. Wer sagt denn, dass der Nachfolger mit neuer Energie und Motivation nicht eventuell sogar mehr Umsatz generiert? Wir agieren in dieser Hinsicht sehr verhalten und grenzen nur klar zuteilbare Umsätze aus. (EX6) Eine Abgrenzung ist zwingend notwendig. Je spezialisierter das Konzept ist, umso mehr muss diesem Umstand Rechnung getragen werden. Es erfolgt durch uns eine Anpassung auf Standard- und Erfahrungswerte, um einen neuen Betreiber nicht mit personifizierten Kennzahlen zu erdrücken. (EX8) Je spezieller das Konzept ist und je personifizierter der Betrieb geführt wird, umso schwieriger, wenn nicht gar unmöglich wird die Abgrenzung und somit die Bewertung.

Die Problematik und der Einfluss auf die Bewertung sind den Experten bewusst. Es besteht jedoch eine gewisse Ratlosigkeit in der Frage der Messbarkeit und der Abgrenzung. Da jedoch die Erträge eine stark werttreibende Relevanz haben, müsste der Umstand noch enger eingegrenzt und thematisiert werden.

5.3.2 Überprüfung betrieblich notwendiges Anlagevermögen

Die Experten wurden auf den Umstand hingewiesen, dass in KMU Betrieben oftmals betriebsnotwendiges Anlagevermögen nicht in der Bilanz des operativen Betriebes erscheinen. Dies kann in der Ursache liegen, dass der Inhaber das Anlagegut im Privateigentum hält oder ggf. betriebsnotwendiges Anlagevermögen nicht in der Bilanz aufgeführt ist. Die Experten wurden befragt, wie sie diese Umstände überprüfen und welche Konsequenzen sie daraus ableiten.

(EX1) Wir bewerten nicht betriebsnotwendige Liegenschaften mit dem hedonischen ⁷⁴ Modell und verfügen somit über einen realistischen Marktwert. Dieser Wert fließt anschliessend in die Bewertung ein. (EX3) Nichtbetriebliche Anlagen werden von uns zum Verkehrs- oder Liquidationswert bewertet und in die Bewertung aufgenommen. Eine Überprüfung, ob sich alle betriebsnotwendigen Anlagen im Geschäftsvermögen befinden, findet im Rahmen der Besprechung mit dem Auftraggeber statt. Allfällige Auswirkungen auf die Ertragsrechnung werden korrigiert. (EX4) Wir thematisieren die Problematik betriebsnotwendiger Anlagen bei einer Erstbesichtigung des Objektes und anhand vordefinierter Fragestellungen an den Eigentümer. Sollten nichtbetriebsnotwendige Liegenschaften im Anlagevermögen vorhanden sein, werden diese anhand der Liegenschaftenrechnung auf Ertragswertebene bewertet. (EX5) Es erfolgt eine sehr genaue Betrachtung der Bilanzwerte und es wird überprüft, in welcher Form diese in die Erfolgsrechnung einfließen. Die Bilanzwerte werden anhand der Steuererklärung plausibilisiert und ggf. Grundbuchauszüge ein- verlangt. Bei internen Verrechnungen von Pacht-, Miet- oder Lizenzkosten werden Erfahrungswerte beigezogen und, wenn notwendig, bereinigt. (EX6) Wir bereinigen allfällige Auswirkungen wie zum Beispiel zu tief verrechnete Mietkosten in der Erfolgsrechnung. Eine Bilanzbereinigung machen wir jedoch nicht, das ist Aufgabe des Auftraggebers. Die Bewertung ist eine Vorstufe der Bilanzbereinigung. (EX8) Eine Vermischung von betriebsnotwendigem und nicht notwendigem Anlagevermögen hat oft die Ursache falscher Beratung in der Vergangenheit. Um sicher zu stellen, dass alle Erträge einfließen, wurden ja bereits im Vorfeld alle nötigen Massnahmen getroffen. (EX9) Wir vergegenwärtigen dem Auftraggeber die daraus resultierenden Risiken und versuchen, diese in Zusammenarbeit mit ihm zu quantifizieren und zu korrigieren.

Nur die Unternehmung als Einheit erzielt einen Wert. Betriebsfremde Anlagen und deren Einfluss auf die Erfolgsrechnung müssen für die Bewertung eliminiert werden. Bei betriebsnotwendigen Anlagen muss deren Eigentumsanspruch geklärt und thematisiert werden, da ein Nachfolger nur mit der Unternehmung als Einheit Gewinne erzielen und zukünftige Probleme eruieren kann.

⁷⁴ Quelle: http://www.wuestundpartner.com/online_services/immobilienindizes/transaktionspreisindex/regional/information/pdf/Methodenbeschreibung.pdf. Statistisch fundierte Vergleichswertmethode für Immobilien.

5.4 Qualität von Informations- und Datenmaterial

Wie gehen die Experten mit dem Umstand um, dass bei Klein- und Mittelbetrieben die Jahresrechnungen sehr oft steuerlich beeinflusst sind? (EX1) Wir hatten den Fall, dass bei einem zu bewertenden Unternehmen der Gewinn vom Vorjahr zum laufenden Jahr massiv zugenommen hat. Nach Überprüfung der Situation wurde festgestellt, dass der Eigenlohn des Inhabers zu Gunsten der steuerlich privilegierten Gewinnausschüttung auf die Hälfte reduziert wurde. Dies natürlich, um Steuern zu sparen und für die anstehende Bewertung bessere Zahlen präsentieren zu können. Solche Einschnitte werden selbstverständlich für die Bewertung korrigiert. (EX3) Wir bereinigen steuerliche Aspekte in der Jahresrechnung. Diese sind vor allem im Bereich des Unterhalts und der Abschreibungen anzutreffen. Allfällige Korrekturen von überhöhten Abschreibungen werden von uns korrigiert, kommentiert und in unseren Gutachten dokumentiert. (EX4) Die Analyse der Jahresrechnungen und die steuerlichen Einflüsse spielen nur eine untergeordnete Rolle, da die Planrechnungen auf internen Multiples und Daten basieren. Somit werden die Vergangenheitszahlen nicht für die Bewertung berücksichtigt. (EX5) Wir bewerten ja die Zukunft. Die vergangenen Jahresrechnungen benötigen wir nur zur Plausibilisierung. Wenn also steuerliche Einflüsse die Jahresrechnung beeinflussen, kann dies nur den Bereich der Abschreibungen oder den nicht aktivierten Unterhalt betreffen. Solche Abweichungen stellen wir selbstverständlich fest. Sie sind jedoch für uns nicht von Interesse. Unsere Planzahlen erstellen wir mit einer kalkulatorischen Grösse von 25% Tax auf Stufe EBT. (EX6) Grundsätzlich gehen wir auch in diesen Fällen von unseren Erfahrungswerten aus. Sind die uns vorgelegten Zahlen auf Basis der letzten drei Jahren für uns nicht plausibel, wird nachgefragt. Grundsätzlich erfolgt eine steuerliche Beeinflussung der Jahresrechnung nur im Bereich des Unterhalts, welcher von uns unter Bezug der getätigten Ersatzinvestitionen plausibilisiert wird. (EX8) Nur wenige sehen in der Buchhaltung ein Führungsinstrument. Die meisten Leute gehen vom Umstand aus, dass die Buchhaltung nur für Steuerzwecke erstellt werden muss. Unsere Bewertung, vor allem im Bereich von Investitionen und Neuprojekte, orientiert sich an den Zukunfts- und Planrechnungen. Somit entfällt eine steuerliche Bereinigung.

Die steuerliche Optimierung der Vergangenheit hat keinen direkten Einfluss auf die Bewertung, da diese auf Planzahlen basiert. Es besteht jedoch sehr wohl Handlungsbedarf. Die steuerliche Situation muss im Detail geklärt und überprüft werden,

um allfällige steuerlichen Risiken aufzudecken und diese wertmässig zu quantifizieren. Ob diese in Form eines Risikozuschlages, oder betrags- oder vertragsmässig abgesichert werden, ist Teil der Verhandlungen. Abweichungen in den Jahresrechnungen geben jedoch einen guten Ansatz zur Abklärung.

5.4.1 Planzahlen der Unternehmensleitung

Werden von den Experten Planzahlen von der Unternehmensleitung eingefordert? Wenn ja über welchen Zeitraum und in welcher Form fliessen die Zahlen in die Berechnung ein? (EX 1) Sehr oft erhalten wir Planzahlen über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren. Anhand von Branchenkennzahlen und einem unterlegten Entwicklungsmodell erstellen wir eine Hochrechnung über fünf Jahre. Die klassische Variante auf Basis von fünf Jahren ist in Ordnung für Unternehmen mit kurzen Investitionszyklen. Sobald wir uns in einer anlageintensiven Branche befinden, sollte die Zeitspanne verlängert werden. (EX2) Wir bewerten unsere Projekte über deren Lebensdauer. Es ist somit enorm wichtig, die Gegebenheiten und Umstände zu kennen. Diese erhalten wir nur über Gespräche mit unseren Auftraggebern. Notfalls werden diese mit unseren Erfahrungswerten abgeglichen. Es ist wichtig, die Personen vor Ort über die Umstände und möglichen Einflussfaktoren zu befragen, denn nur die Kunden kennen das Umfeld. (EX3) Wir fordern die Planzahlen über einen Zeitraum von fünf Jahren ein und vergleichen die Werte mit unseren Erfahrungszahlen. Korrekturen werden dokumentiert. Oftmals sind die Kunden zu euphorisch. (EX4) Wir fordern die Zahlen ein, erhalten jedoch oft nur zwei bis drei Jahre von den verlangten fünf. Wir unterlegen die Werte mit den von uns auf Erfahrungswerten aufbauenden Planrechnungen und vergleichen diese mit den erhaltenen Werten. (EX5) Der Anspruch ist grössenbedingt. Gerne hätten wir Planzahlen über einen Zeitraum von fünf Jahren sowie ein Investitionsbudget über die nächsten fünf bis zehn Jahre. Betriebe im KMU Umfeld verfügen jedoch nicht über diese Informationen. Wir erstellen die Planrechnung über fünf Jahre und vergleichen diese mit den erhaltenen Werten. (EX6) Wir verlangen keine Planzahlen von unseren Kunden. Wir erarbeiten die Zahlen auf Basis von fünf Jahren unter Berücksichtigung der erhaltenen Vergangenheitswerte.

Die Erarbeitung der Planzahlen stellt eine der grössten Herausforderungen dar und zeigt gleichzeitig auch die Schwäche ertragswertbasierender Methoden. Der Wert einer Unternehmung wird anhand von Zukunftszahlen festgelegt. Alle Experten verwenden für

die Berechnung eigene Erfahrungswerte und nutzen die erhaltenen Unterlagen zu Vergleichszwecken und zur Plausibilisierung. Das ist unter dem Umstand der Unabhängigkeit vertretbar, doch es funktioniert nur, wenn alle Berechnungen und Annahmen offen gelegt und dokumentiert werden.

5.4.2 Qualität der erhaltenen Unterlagen

Die Experten wurden über die Qualität der erhaltenen Unterlagen befragt und wie diese bei geringer Qualität in die Rechnung einfließen können. (EX1) Vor allem bei Kleinstunternehmen ist die Qualität oft gering und die Zahlen sind nicht zeitnah aufbereitet. Sobald die Dimensionen einen Wert von zwei bis drei Millionen Umsatz erreichen, steigt die Qualität und Seriosität. (EX3) Die Qualität ist sehr unterschiedlich. Man kann grundsätzlich nicht davon ausgehen, dass kleine Betriebe eine geringere Qualität, grössere Betriebe aber eine bessere Qualität an Datenmaterial liefern. Sicher ist, dass Betriebe mit wirtschaftlichem Erfolg die bessere Qualität liefern, als wirtschaftlich nicht erfolgreiche Unternehmen. (EX4) Die Schwierigkeit liegt darin, dass der Hotellier oft keinen Bezug zur Liegenschaft hat und auch nicht versteht, warum wir für die Bewertung Planzahlen benötigen. Bei Hotelketten ist dies völlig anders. Die Organisation bewegt sich auf sehr hohem Niveau und wir erhalten alle benötigten Unterlagen in hoher Qualität. Sollten wir keine vernünftigen Unterlagen erhalten, stützen wir uns auf die Revisionsberichte. (EX5) Unser Kundenpotential liegt mehr im mittleren und grösseren Segment. Kleinbetriebe stossen bei unseren Honorarsätzen oftmals an ihre Grenzen. Die Qualität der erhaltenen Unterlagen erachten wir als grundsätzlich gut, möchten jedoch nochmals festhalten, dass diese Zahlen von uns nicht zur Berechnung verwendet werden. (EX 6) Die Qualität der erhaltenen Unterlagen ist sehr oft unvollständig und nicht konsistent. Durch Vergleich mit Zimmer-Moyenne und RevPAR plausibilisieren wir die Werte und korrigieren, wo nötig.

Die Qualität der Unterlagen hat aufgrund der ertragswertbasierenden Methoden an Einfluss verloren. Die Experten können jedoch anhand der erhaltenen Unterlagen bereits eine Einstufung im Bereich des Unternehmensrisikos vornehmen.

5.5 Unternehmensleitungsaufwand

Der Aufwand für die Unternehmensleitung hat auf die Bewertung einen gewichtigen Einfluss. Ob nun ein adäquater, überhöhter oder zu tiefer Unternehmensaufwand verbucht oder in der Planrechnung ausgewiesen wird, hat direkte Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis. Die Experten wurden befragt, wie sie den Unternehmensaufwand in ihren Berechnungen festlegen und einbeziehen. (EX1) Wir versuchen anhand von Branchenrichtlinien zu eruieren, was eine aussenstehende Drittperson verdienen würde, wenn diese die gleiche Arbeitsleistung erbringt. Zu diesem Wert wird noch ein Risikozuschlag für erschwerte Vermittlung addiert (z.B. erschwerter Zugang zur Arbeitslosenkasse). Der gesamte Betrag wird von uns als Unternehmensaufwand eingesetzt. (EX2) Wir berechnen heute für ein durchschnittliches Hotel ca. CHF 120 bis 150'000 für die Direktion, welche auch eine 40 bis 50% Stelle im Backoffice abdeckt. Diese Stelle wird meistens durch die Ehefrau wahrgenommen. (EX3) Das ist eine kalkulatorische Grösse, welche mit Erfahrungswerten festgelegt wird. Wir gewichten natürlich nach Grösse. Es muss jedoch ein gewisser Mindestlohn eingesetzt werden. Vor allem bei kleinen Firmen fällt dieser Wert stark ins Gewicht, was im Endeffekt zu erschreckend tiefen oder sogar negativen Ertragswerten führt. Es ist jedoch so, dass eine gewisse kritische Grösse notwendig ist, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Das ist der Punkt, an dem unsere Schweizer Hotellerie krankt. (EX4) Wir haben die Entschädigung der Unternehmensleitung als fester Anteil in unseren Planzahlen, weisen diesen nicht gesondert aus. Auch hier stützen wir uns auf unsere Multiples und internen Werte. (EX5) Wir legen die Unternehmensaufwendungen anhand interner Referenzwerte, aufgeteilt nach Sternekategorien, fest. Ausser der Luxushotellerie, die eine Ausnahme bildet. Bei ihr wird die Unternehmensleitung oft am Unternehmenserfolg beteiligt, was zu sehr hohen Löhnen führen kann. (EX6) Grundlegend ist bei der Kleinst-, Klein- und Mittelstandhotellerie der Unternehmerlohn unzureichend hinterlegt. Auch wenn ein Lohn eingesetzt wurde, entspricht dieser oft nicht der Arbeitsleistung. Um jedoch eine aussagekräftige Bewertung zu erhalten, wird ein adäquater Lohn eingesetzt. Dieser entspricht bei *-** Hotels zirka CHF 60 bis 70'000, bei ***-**** Stern-Hotels CHF 120 bis 140'000. Das entspricht einem ungefähren Anteil von 3 bis 5% des erzielten Umsatzes. Es ist enorm wichtig, dass bei einem Verkauf oder bei der Nachfolgeregelung gezeigt wird, wie viel für den Eigenlohn eingesetzt wird. Somit können sich die Käufer oder Nachfolger damit auseinandersetzen und die Tragbarkeit ist unter den gegebenen Umständen

gegeben. Tatsache ist jedoch, dass der Unternehmensaufwand in der KMU Hotellerie immer eine Manövriermasse sein wird, was ja schliesslich zum Unternehmertum gehört. Häufig hat ein adäquater Lohn auch gar keinen Platz. Natürlich wird anhand unseres Fragebogens mit dem Auftraggeber geklärt, ob noch Familienmitglieder im Betrieb mitarbeiten und zu welchem Lohn, was unter Umständen wieder zu angemessenen Korrekturen führt. (EX8) Grundsätzlich müsste ein Lohn einer vergleichbaren Drittperson mit einem Zuschlag für die Verfügbarkeit eingesetzt werden. Dies führt jedoch oft zu negativen Bewertungen. Der Unternehmerlohn wird oft als Manövriermasse gebraucht, um das Ganze stabil zu halten und um Anfangsinvestitionen mit der Einschränkung von Eigenlohn zu gewährleisten. Die Thematisierung des Eigenlohns muss jedoch äusserst vorsichtig vorgenommen werden, da häufig offene Wunden aufbrechen und familienintern Probleme entstehen können.

Die Problematik des Unternehmerlohns oder Unternehmensaufwands besteht aus zwei Ebenen. Einerseits muss bei einer Bewertung ein adäquater Lohn für den Nachfolger oder die zukünftige Direktion eingerechnet werden, um die Tragbarkeit zu gewährleisten, andererseits führt dies oft zu tiefen oder negativen Bewertungen, was mit der abgebenden Generation eingehend diskutiert werden muss. Diese Problematik hat teilweise ihren Ursprung in der Ansicht, dass durch eine Reduzierung des Unternehmerlohns Investitionen finanziert werden können.⁷⁵

5.6 Reinvestitionsbedarf

Der Reinvestitionsbedarf widerspiegelt die rechnerische Grösse, welche notwendig ist, um alle Anlagen auf dem Stand der Zeit zu halten. Der Reinvestitionsbedarf ist nicht zu verwechseln mit einem allfälligen Investitionsstau, welcher separat berücksichtigt werden muss. Die Experten wurden befragt, wie sie einen allfälligen Reinvestitionsbedarf berechnen und wie sie diesen in ihre Bewertung mit einberechnen. (EX1) Da wir ja vor allem Bewertungen in der IT Branche machen, stellt sich die Frage des Reinvestitionszyklus nur bedingt. Da die Hardware innert zirka drei Jahren erneuert wird, kann dies mit der DCF- Methode relativ gut abgebildet werden. Im Bereich der Hotellerie würde ich jedoch einen längeren Zyklus vorschlagen. (EX2) Wir teilen das gesamte Gebäude in sechs Einheiten auf: Hülle (Fassade, Dach), Fenster und Aussentüren, übrige

⁷⁵ Vergleich Aussage Kappeler Heinz (1973). S. 52

Haustechnik, Heizanlage, Ausbau (exklusive Ausstattung) sowie Betriebseinrichtung und Ausstattung je nach Profitcenter. Diese Anteile werden nun in einem zweiten Schritt mit dem Anteil am Gebäude gewichtet und mit einer Nutzungsdauer versehen. Anhand dieser Vorgehensweise wird z.B. alle 25 Jahre eine neue Heizung als Ersatzinvestition teuerungsbereinigt und mit einem Abschlag von zirka 30% des Neupreises einberechnet. Wir machen dies über alle sechs Kategorien und erhalten so den Reinvestitionsbedarf. Abweichend zur SGH wird der ermittelte Investitionsbedarf nur in den Jahren, in welchen er anfällt als Aufwand eingerechnet und nicht jährlich als Rückstellung berücksichtigt. Da die SGH für Ihre DCF-Methode den Erneuerungsbedarf in jedem der fünf Jahre mit berechnet, entsteht ein zu geringer Wert. Wir machen dies nicht so. (EX3) Grundsätzlich stützen wir uns bei der Bewertung des Reinvestitionsbedarfs auf Erfahrungswerte. Problematisch ist der Nachholbedarf. Dieser wird in Zusammenarbeit mit einem Bauspezialisten ermittelt und im Jahr 1 der Berechnung berücksichtigt, was natürlich dann zu einem negativen Free Cash Flow in diesem Jahr führt. Der Reinvestitionsbedarf wird von uns anhand eines Excel-Modells errechnet und in den einzelnen Jahren berücksichtigt. Dieses Modell ist sicher eine Verbesserung zur alten SGH Methode. Sie kann jedoch teilweise als zu restriktiv betrachtet werden. (EX4) Wir berechnen pro Jahr je nach Sternekategorie ** 2%, *** 3% FF&E ein. Dieser „Fixtures-, Furniture and Equipment“ Aufwand wird dann jährlich als Rückstellungen berücksichtigt. Es stellt uns immer wieder vor enorme Herausforderungen, dies der Leitung und dem Eigentümer des Hotels zu erklären, da natürlich dadurch der Marktwert des Objektes sinkt. Es ist jedoch so, das bereits einige Banken bei der Finanzierung von Hotelobjekten in ihren Verträgen Rückstellungen für FF&E einbauen und die Betreiber darauf verpflichten. Oftmals muss das Geld sogar auf ein vordefiniertes Konto einbezahlt werden. So soll sichergestellt werden, dass bei Neupositionierungen oder Erneuerungen das nötige Geld vorhanden ist. (EX5) Bei kleineren Objekten berechnen wir den Reinvestitionsbedarf anhand eines internen Tools, da aufwendige Gutachten von Architekten oder Sachverständigen einfach zu teuer sind. Bei grösseren Objekten arbeiten wir mit Immobilienspezialisten zusammen, die anhand umfangreicher Analysen den Wert ermitteln und ein Investitionsbudget über die nächsten 10 Jahre erstellen. (EX6) Eigentlich handelt es sich um zwei Aspekte, einerseits um den Nachholbedarf und andererseits um den Bereich der Ersatzinvestitionen. Beides muss adäquat in die Bewertung einfließen. Wir machen zusammen mit Immobilienexperten einen Rundgang durch den Betrieb und erhalten nach umfangreichen Analysen die Werte im Bereich des Nachholbedarfs und der

Ersatzinvestitionen. Diese werden von uns in die Bewertung aufgenommen. (EX8) Zuerst muss in Zusammenarbeit mit Fachleuten eine Bestandsaufnahme gemacht werden, um festzustellen, was vorhanden ist und wie alt die einzelnen Werte sind. Anhand dieser Bestandsaufnahme kann der Nachholbedarf festgelegt werden, welcher im Jahr 1 zu berücksichtigen ist. Die Ersatzinvestitionen können anhand von Erfahrungswerten pro m³ berechnet und in den einzelnen Jahren, in denen diese anfallen, berücksichtigt werden. (EX9) Wir thematisieren den Investitionsstau, indem wir mit dem Inhaber einen gezielten Rundgang durch den Betrieb machen, um das Haus aus Sicht des Gastes zu betrachten. Durch gezielte Thematisierung erreichen wir beim Hotelier ein Bewusstsein zur Problematik.

Die Problematik des Reinvestitionsbedarfs ist eine ungeliebte Thematik, vor allem bei Betreibern und Eignern. Oftmals ist das Verständnis für derart hohe Rückstellungen nicht gegeben. Durch die anhaltenden Modeströmungen und Trends und die gestiegenen Erwartungen der Gäste verstärkt sich auch das Bewusstsein der Hoteliers. Wichtig erscheint jedoch, wann und wie solche Ersatzinvestitionen für die Bewertung berücksichtigt werden. Die logische Konsequenz wäre, dass Ersatzinvestitionen in den Jahren des Anfalls berücksichtigt werden, was jedoch wiederum im Gegensatz zur DCF-Methode mit deren Fünfjahressichtweise steht. Entweder würden so keine Ersatzinvestitionen berücksichtigt (weil keine Ersatzinvestitionen in den nächsten fünf Jahren anstehen) oder, wie teilweise von Experten angewendet, würden diese in Form von jährlichen Rückstellungen berücksichtigt, was wiederum zu einer zu restriktiven Bewertung führt.

5.7 Kapitalkostensatz

Die Festlegung des Kapitalkostensatzes in der DCF-Methode hat weitreichende Konsequenzen auf den ermittelten Wert. Anhand der Befragung möchte erforscht werden, ob der Kapitalkostensatz pro Objekt je nach Gegebenheit festgelegt wird, oder ob ein Einheitssatz zur Anwendung kommt und wie das Risiko festgelegt und berücksichtigt wird. (EX1) Üblicherweise haben wir keine börsenkotierten Unternehmungen, so dass wir anhand einer Referenzgruppe über ein Jahr ein Beta ermitteln und mit dem Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital einen WACC ermitteln. Wir versuchen in den Planzahlen ein möglichst realistisches Szenario abzubilden und allfällige Risiken im Kapitalkostensatz zu

berücksichtigen. So haben wir bei Bewertungen von Start Up's schon einmal einen WACC von 35% verwendet, was ja einem Drittel Ausfallrisiko gleichkommt. Der Vorteil dieser Variante ist, dass je höher der Zinssatz gewählt ist, desto weniger kommen zukünftige Planungsfehler zum Tragen. (EX2) Wir ermitteln entgegen der DCF-Methode einen Diskontsatz aus Realzins, Teuerung und einem Anteil für Branchen- und Betriebsrisiko. Der Risikozuschlag wird für jedes Objekt einzeln festgelegt. Wir schauen jedes Objekt vor Ort an und legen dann ein Risikoprofil anhand Standort und Objekt fest. Nur so kann sichergestellt werden, dass ein Objekt fair und neutral bewertet wird. (EX3) Wir verwenden für alle Bewertungen einen WACC von 6%. Dieser wird anhand einer festen Quote von Fremd- und Eigenkapital von 70:30 gewichtet. Der Fremdkapitalsatz wird noch mit einem Drittel steuerlich adjustiert, was beim gewählten Fremdkapitalzins von 5.25% einen Satz von 2.4% ergibt. Auf der Eigenkapitalseite verwenden wir 4% für risikolose Anlagen und je 4% für Branchen- und Betriebsrisiko, was zu einem Satz auf der Eigenkapitalseite von 3.6% führt. Der Wert mag unter den jetzigen Umständen tiefer Zinsen etwas hoch erscheinen, doch ist eine Hotelinvestition ein langfristiges Investment und die Zinsen werden in drei Jahren nicht mehr so tief sein wie heute. Wir versuchen, die gegebenen oder zukünftigen Risiken wo immer möglich in den Planzahlen abzubilden und nicht im Kapitalkostensatz. Die Berechnung muss für den Kunden einfach, verständlich und nachvollziehbar sein. (EX4) Wir verwenden keinen WACC, sondern einen Diskontsatz, welcher sich aus dem Zinssatz risikoloser Anlagen, einem Immobilienrisiko und einem objektbezogenen Risiko zusammensetzt. So z.B., wenn die Liegenschaft denkmalgeschützt oder im Altlastenkataster eingetragen ist. Dann wird ein objektbezogener Risikozuschlag erhoben. Wir erstellen und berechnen unsere Planzahlen auf der Basis von zehn Jahren. Das elfte Jahr stellt die Basis für den Zeitraum bis zum Jahr 100 dar. Ja, wir berechnen auf Basis von 100 Jahren und rechnen mit demselben Diskontsatz. (EX6) Grundsätzlich rechnen wir alle unsere Bewertungen in einem ersten Schritt mit einem Standardkostensatz von 6%. Dies erfolgt zur Einordnung und Vergleichbarkeit des Objektes. Weiter kann es vorkommen, dass wir das Objekt mit einem vom Investor vorgegebenen Satz berechnen müssen, dies jedoch nur für seine internen Vergleichszwecke. Wir passen jedoch den Satz an das Objekt und die Gegebenheiten an, was zu einer Bandbreite von 5.5% bis 6.8% führen kann. Wichtig in der Bewertung muss die Transparenz des gewählten Satzes sein. (EX7) Grundsätzlich verwenden wir momentan einen Diskontsatz von 5.3%. Die Festlegung des Diskontsatzes ist immer von einer langfristig geprägten Sichtweise und diversen Faktoren abhängig. Grundsätzlich

verfolgen wir ein duales Prinzip. Wir versuchen so genau wie möglich die Risiken und Einflussfaktoren in die Planrechnung einfließen zu lassen. Es können jedoch nicht alle Risiken in die Planzahlen aufgenommen werden. Wie wollen sie einen Jahrhundertssommer 2003 oder einen Lawinenwinter in den Planzahlen berücksichtigen? Dies erfolgt über einen Zuschlag beim Risikosatz. Ebenso wird ein Branchenrisiko mit berechnet. (EX8) Weitgehend nehmen wir einen fixen Kostensatz. Ideal wäre, wenn für die diversen Regionen verschiedene Risikoprofile vorhanden wären, wie es die UBS vor Jahren für die Region Arosa gemacht hat. Unsere Berechnung basiert auf einer einfachen Variante des WACC, denn es ist wichtig, dass der Kunde die Berechnung nachvollziehen kann und sie auch versteht.

Wie bereits im Theorieteil angemerkt, stellt die Festlegung des Risikoanteils im Kapitalkostensatz eine enorme Herausforderung dar. Oft wird der Wert nur subjektiv und intransparent festgelegt, was wiederum zu Problemen bei der Rechtfertigung gegenüber den Auftraggebern führt. Es wäre sinnvoll, ein Standardverfahren zur Ermittlung der Risikozuschläge je nach Region zu erarbeiten. Aufgrund der hohen Komplexität und der benötigten Ressourcen müsste dies jedoch von übergeordneter oder staatlicher Stelle erfolgen. Somit würde über Jahre ein Beta ⁷⁶ für die Hotellerie erarbeitet, was zu mehr Transparenz und Akzeptanz führen würde.

5.8 Bewertungsergebnisse

Mit der Frage an die Experten, ob sie in Form einer Prozentzahl festhalten können, wie der von ihnen erarbeitete Wert oder die Bandbreite auch wirklich als Übergabewert verwendet wird, soll versucht werden, die Tragweite und den Einfluss einer Bewertung messbar zu machen. (EX1) Ich kann keine Prozentzahl nennen, da eine Bewertung verschiedene Prozesse durchläuft. Eventuell wurde die Bewertung vor einer Due Diligence erstellt. Dann wird zuerst eine Due Diligence Prüfung gemacht, um möglichst viele Punkte zu finden, die den Preis drücken. Also kann die erste Bewertung lediglich ein Orientierungswert sein. Danach beginnen die Verhandlungen und dann hängt der Preis sehr stark vom Verhandlungsgeschick der Parteien ab. (EX2) Das kann ich so nicht sagen. Bei einer reinen Wertermittlung spielt der Bewertungsgrund eine zentrale Rolle, wie es mit dem Wert weitergeht. Im Bereich der Projekt- und Machbarkeitsstudien bilden unsere

⁷⁶ Das Verhältnis vom Betriebsrisiko zum Risiko des Gesamtmarktes. Ein gleichnamiges Risiko entspricht einem Beta von 1.

Bewertungen meistens, wenn nicht gar immer, die Grundlagen für weiterführende Aktivitäten. (EX3) Meistens wird unser ermittelter Wert als Basis genommen oder darauf abgestützt. Es hängt jedoch davon ab, mit welcher Brille, ob mit der des Käufers oder der des Verkäufers, man den Wert betrachtet. (EX4) Da es sich bei Hotelimmobilien oft um institutionelle Investoren handelt, wird der von uns abgegebene Wert in ca. 95% der Transaktionen übernommen. Steht bei der Bewertung eine Finanzierung eines Um-, Aus- oder Neubaus im Zentrum, übernimmt die finanzierende Bank eigentlich immer der von uns ausgewiesene Wert. (EX6) Wir geben bei unseren Bewertungen immer einen Wert vor, wir geben also eine Zahl bekannt. Wir geben jedoch über eine Sensitivitätsanalyse auch eine gewisse Preisspanne oder Bandbreite bekannt, in welcher sich der Wert befindet. Innerhalb dieser Bandbreite werden ca. 90% unserer Bewertungen verwendet. Sobald die Bewertung im Auftrag einer Bank erfolgt, wird der Wert zu 100% übernommen. Anders verhält es sich in der Investorenwelt. Dort liefern wir mit unserer Bewertung die Arbeitsgrundlagen und dann ist es abhängig von Stärken und Machtverhältnissen. Jedoch auch in diesem Bereich sehe ich max. +/- 20% Abweichung zu unserem Wert. (EX7) Wir wissen, dass im Bereich der Finanzierung unsere Bewertungen übernommen werden, da sie ja die Grundlage für die Verschuldung bildet. Oft werden Bewertungen ja auch im Vorfeld gemacht und da sich der Wert auf einer Zeitachse befindet, kann das sicher zu Wertverschiebungen führen. (EX8) Bei Bewertungen unter dem Aspekt eines Verkaufes war dies eher selten der Fall. Die ganzen Verhandlungen sind sehr oft subjektiv geprägt und oft spielen Emotionen eine tragende Rolle für die Preisbildung. Da wir eher verhalten und streng bewerten, bildet unser Wert auch häufig nicht die Grundlage für Finanzierungsanträge bei Banken. Wir sind eher das mahnende Gewissen.

Die Preisakzeptanz ist stark vom Bewertungsgrund abhängig. Im Bereich der Finanzierung werden die ermittelten Werte meist übernommen. Im Bereich der Nachfolgeregelung bilden sie eine Verhandlungs- und Grundlagenbasis und werden auch sehr oft als Wert in der Bandbreite übernommen. Im Bereich von Kauf und Verkauf stellen Bewertungen oftmals nur verhandlungstaktische Werkzeuge dar, um den Transaktionspreis zu beeinflussen. Einen weitaus grösseren Einfluss auf den Preis beim Verkauf hat die Due Diligence Prüfung. Die Bewertungen werden oft nur als Orientierungshilfe benötigt.

5.9 Einfluss der staatlichen Förderung auf die Bewertung

Durch die staatliche Förderung der Hotellerie, welche heute vor allem durch die SGH wahrgenommen wird, besteht seit den Vorkriegszeiten ein massgebender Einfluss auf die Bewertung von Hotelunternehmen. Die Frage an die Experten soll vor allem klären, wie und in welchem Ausmass heute die Bewertung von Hotelunternehmen durch die staatliche Förderung beeinflusst wird. (EX2) Der Einfluss der SGH als Institution der staatlichen Förderung war in der Vergangenheit sehr stark, ist jedoch heute klar abnehmend. Dies, weil einerseits die Problematik der Nachgangfinanzierung beim jetzigen Hypothekarzins nicht mehr sehr relevant ist und andererseits weil die SGH nicht mehr nahe am Markt ist. Durch den Wechsel zur DCF-Methode wird eine Finanzierung durch die SGH immer unwahrscheinlicher. (EX3) Nach wie vor ist ihr Einfluss jedoch gross. Es braucht eine Institution, welche die Aufgaben wie die der SGH vertritt. Diese Institution muss ein staatliches Rückgrat haben. (EX4) Bei unseren Projekten hat die staatliche Förderung oder die SGH keinen Einfluss. Auf internationaler Ebene kennt man die Aspekte der staatlichen Förderung der Schweiz nicht. (EX6) Der Einfluss ist immer noch gross, hat allenfalls etwas abgenommen. Die durch die SGH erarbeiteten Referenzwerte sind für die Branche wichtig und relevant. Es ist letztlich auch ein gemeinsamer Nenner. (EX7) Die SGH hat die Möglichkeit mit ihrem Datenmaterial Branchenstandards zu erarbeiten und bewirkt somit natürlich eine gewisse Einflussnahme. (EX8) Hat eventuell die Förderung dazu geführt, dass heute noch Betriebe am Markt sind, welche nicht mehr benötigt werden? Ist es die Aufgabe des Staats die Strukturen in der Hotellerie zu erhalten? (EX9) Der Einfluss ist gross, es wäre indes zu prüfen, ob die Einflussnahme nicht noch verstärkt werden müsste, indem man die SGH mit mehr Mitteln ausstatten und so zum eigentlichen Branchenfinanzierer machen würde. So hätten Gross- und Kantonalbanken einen Ansprechpartner, wenn es um Finanzierungen in der Hotellerie geht und müssten nicht immer wieder mühsam ihr Branchen Know How aufbauen.

Unter dem geschichtlichen und konjunkturellen Hintergrund hat der Einfluss der staatlichen Förderung sicher abgenommen. Aufgrund der momentanen Zinssituation stellt sich sicher die Frage, ob das Instrument der Nachgangfinanzierung noch das richtige ist. Auch der gesetzlich verordnete Wechsel zur DCF-Methode hat die Förderung massiv eingeschränkt. Eventuell ist dies politisch sogar gewollt. Es wäre prüfenswert, ob die

staatliche Förderung nicht in Form von Datenerhebung, Erarbeitung von Risikoprofilen und Brachenzahlen hilfreicher wäre.

5.10 Weitere Einflussfaktoren

Die Experten wurden zum Abschluss des Interviews über weitere Einflussfaktoren auf die Bewertung von Hotelunternehmen befragt. Dies, um einerseits die Möglichkeit zu bieten, ausserhalb der meist geschlossenen Fragen Faktoren einzubringen und andererseits um mögliche Forschungsfelder für neue Studien zu erschliessen. (EX1) Allgemeine Faktoren sind sicher die extreme Konjunkturabhängigkeit der Branche sowie die konjunkturelle Entwicklung. Ein weiterer Faktor sind die Währungsrisiken. Weiter wäre interessant, welche Auswirkungen das Image eines Landes oder einer Region auf die Hotellerie hat (Zürich gälte z.B. als die lebenswerteste Stadt der Welt). (EX2) Einer der grössten Einflussfaktoren ist nach wie vor der Betreiber, der Hotelier. Ein Haus steht und fällt mit dem Hotelier, ganz besonders in der KMU Hotellerie. (EX3) Noch mehr Eventualitäten einfließen lassen, z.B. in Form einer Sensitivitätsanalyse. (EX4) Der „Brand“ eines Hotels. Durch die Zunahme von Kettenbetrieben in der Schweiz hat vermehrt auch ein Umdenken stattgefunden. So gibt es nicht mehr unbedingt Individualität, sondern immer mehr standardisierte Produkte, auch in der Hotellerie. (EX6) Das Thema Immobilie hat ein sehr viel stärkeres Gewicht auf die Bewertung, als wir berücksichtigen. Der Realwert nimmt wieder stark an Einfluss zu. Die heutige Herausforderung besteht darin, die Immobilie zu spüren und mehr in die Bewertung einbringen. Da sind wir alle schwach, weil wir die Realwertmethode vor Jahrzehnten beerdigt haben. (EX7) Durch die Etablierung der DCF-Methode ist die Erarbeitung der Planzahlen ins Zentrum gerückt. Es kann nicht mehr auf Vergangenheitswerte abgestützt werden. Die Schnelllebigkeit von Trends, politischen Einflussnahmen in Regionen oder stark ändernde klimatische Einflüsse erschwert die Festlegung von Planzahlen und stellen uns vor grosse Herausforderungen. (EX8) Es sind Faktoren, wie der Einfluss von Personen, welche sich einfach (Luxus)Hotels kaufen ohne dringend eine Rendite erwirtschaften zu müssen. Das könnte falsche Signale an die Branche senden.

6 Konklusionen

6.1 Einleitung

Nach wie vor besteht die Schweizer Hotellerie grösstenteils aus Betrieben zwischen 5 und 50 Zimmern. Über 80% der 5'500 Betriebe befinden sich in diesem Segment. Was jedoch ebenfalls aus der Tourismusstatistik 2008 hervorgeht ist, dass die Anzahl der Betriebe um 9.6% abgenommen hat, die Zahl der Betten jedoch um 2.3% gestiegen ist. Die Tendenz zu grösseren Betrieben ist klar feststellbar. Wie weiter aus der Kreditstatistik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hervorgeht, besteht das grösste Ausleihvolumen an Betriebe bis 9 Mitarbeiter und untermauert die KMU Strukturen der Hotellerie in der Schweiz. Die Statistik der SNB zeigt weiter, dass in den Jahren 1997 bis 2007 das Ausleihvolumen von Schweizer Banken an die Hotellerie stark abgenommen hat und erst ab 2007 wieder leicht auf den heutigen Stand von 10.5 Mia. angestiegen ist.

Die weiterhin hohe Anzahl von Betrieben, die zurückhaltende Investitionstätigkeit in den letzten 10 Jahren sowie die Tendenz zu immer grösseren Betrieben zeigen die typischen Probleme der KMU Hotellerie in der Schweiz: Steigender Investitionsbedarf, sinkende Renditen und viele ungelöste Nachfolgeprobleme.

Durch die dringend benötigten Investitionen in den Aus- und Aufbau der teilweise veralteten Infrastruktur, die verstärkte klarere Positionierung am Markt und die ungelösten Nachfolgeprobleme rücken die Unternehmensbewertung ins Zentrum der dringenden Massnahmen. Ob nun ein Unternehmen verkauft, infolge Erb- oder Nachfolgeregelung an die Nachkommen übergeht oder eine dringende Investitionen in Angriff genommen werden muss, das zentrale Instrument für die Entscheidungsfindung ist die Unternehmensbewertung. Viele Inhaber von Hotelbetrieben werden in den nächsten Jahren grundlegende und tiefgreifende Entscheidungen anhand einer Unternehmensbewertung treffen. Die Studie versucht, die branchenspezifischen Unterschiede und grundsätzlichen Differenzen zur klassischen Unternehmensbewertung aufzuzeigen, welche Methoden der Bewertung zur Anwendung kommen und welche Auswirkungen diese auf das Resultat haben. Weiter wird anhand von branchenspezifischen Einflussfaktoren aufgezeigt, welche Faktoren eine hohe Relevanz und Gewichtung auf das Ergebnis haben und wie diese durch vorbereitende Massnahmen

und Handlungen beeinflusst und verbessert werden können. Weiter soll die Studie der Praxis Werkzeuge zur Verfügung stellen, um Unternehmensbewertungen besser zu verstehen und um so mehr Einfluss auf Bewerter, Finanzierer und Nachfolger zu erhalten.

6.2 Theoretische Grundlagen

Die theoretischen Grundlagen wurden in vier Teile unterteilt. Im ersten Teil wurde kurz auf den Begriff „Hotel“ eingegangen. Was ist eigentlich ein Hotel? Diese Fragestellung wurde anhand der Ausführungen von Dr. Christian Laesser geschildert. Weiter wurde auf die Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung in der Hotellerie eingegangen. Wird denn nun eigentlich die Liegenschaft oder das Unternehmen bewertet, oder beides? Für das Verständnis und die Akzeptanz der heutigen Vorgehensweise und deren Umstände ist es wichtig, die geschichtlichen und historisch begründeten Hintergründe zu kennen. Dies wurde unter den Bewertungsstandards erläutert. Anhand der Ausführungen von Dr. Heinz Kappeler über die staatliche Förderung der Hotellerie in der Schweiz wird aufgezeigt, welchen Einfluss diese Förderung auf die Bewertung von Unternehmen bis heute noch hat. Seit 1915 bis zum heutigen Tage wird die Hotellerie durch vom Bund eingesetzte Institutionen gefördert und unterstützt. In einem kurzen Abriss wurde aufgezeigt, wie die Förderung entstanden ist, wie sie sich über die Jahre verändert hat und wie die gegenwärtige Situation aussieht. Weiter wurde kurz auf europäische und internationale Standards verwiesen. In dritten Teil der Theorie wurden die Methoden der Unternehmensbewertung kurz erläutert und deren Aufbau geschildert. Der Anspruch Seitens des Verfassers war, die für die Hotellerie wichtigsten Methoden auf eine verständliche und für die Praxis nachvollziehbare Art zu erläutern, ohne Anspruch auf Vollständigkeit. Für ausführlichere Erklärungen und Erläuterungen wird auf die umfangreiche Theorie zu den einzelnen Methoden verwiesen. Im vierten und zentralen Teil der Theorie wird auf die einzelnen Einflussfaktoren eingegangen. Die Art und Auswahl der Bewertungsmethoden bilden nur den rechnerischen und technischen Aspekt einer Bewertung. Eine bedeutend grössere Aufmerksamkeit muss den Grunddaten gewidmet werden. Bereits kleinste Abweichungen und Unterschiede in der Erhebung der Grunddaten ergeben massgebliche Unterschiede im Resultat. Insbesondere bei den ertragswertbasierenden Bewertungsmodellen wird durch die Kapitalisierung und der Verwendung eines Residualwertes ⁷⁷ ein Fehler in den Grunddaten massiv verstärkt. Es

⁷⁷ Abbildung 16. Berechnungsbeispiel DCF-Modell. S. 30

ist somit von zentraler Wichtigkeit, dass alle Grunddaten und Einflussfaktoren einer Bewertung transparent und nachvollziehbar dokumentiert werden, so dass der Leser die Möglichkeit hat, alle Berechnungen und Werte nachzuvollziehen. Dies schafft die nötige Akzeptanz und Transparenz, um die von gegenteiligen Interessen geprägten Parteien von der Grundlage und Qualität der Bewertung zu überzeugen.

6.3 Methodische Vorgehensweise

Da die Unternehmensbewertung von Hotelbetrieben sehr komplex ist und Branchenerfahrung vorausgesetzt wird, kann nicht auf eine grosse Zahl von Experten zurückgegriffen werden. Dies schliesst eine quantitative Erhebung mit einem Fragebogen aus, da die Daten nicht repräsentativ wären. Aufgrund dieser Tatsache wurde die Methode des Experteninterviews als qualitative Inhaltsanalyse gewählt. Ein Interview mit einem Experten unterscheidet sich grundlegend von einem Alltagsgespräch. Es bestehen feste Regeln und Konventionen. Die Wichtigste ist, dass eine Frage nicht beantwortet werden muss, ohne Sanktionen für den Antwortenden. Weiter besteht eine klare Rollenverteilung zwischen Fragendem und Antwortendem. Diese wird von beiden Seiten akzeptiert - der Dialog ist auf die Informationsziele gerichtet. Das Interview wird durch einen Leitfaden gestützt, das heisst, es besteht ein Erhebungsinstrument mit Fragen, welches das Gerüst für das Interview bildet. Der Leitfaden wird jedoch dynamisch eingesetzt, das heisst je nach Fachbereich und Experte werden die Fragen vor oder noch während des Interviews angepasst. Um die Auswahl der Experten zu bestimmen, muss man sich zuerst vergegenwärtigen, wer über das notwendige Wissen verfügt, wer in der Lage ist, präzise Informationen zu liefern und auch bereit ist, diese Informationen weiter zu geben und wer überhaupt verfügbar ist. Es war von Beginn an klar, dass der Verfasser face to face Interviews führen wird. Einerseits, um den Experten den nötigen Respekt entgegen zu bringen und andererseits, um Akzeptanz zu erhalten. Alle Interviews wurden aufgezeichnet, ausser, wenn ein Interviewpartner dies nicht gewünscht hat. Im Anschluss wurde das gesamte, aufgezeichnete Interview transkribiert. Das heisst, das Gesagte wurde manuell als Text erfasst, wobei die gängigen Regeln der Transkription eingehalten wurden. Nonverbale Äusserungen wurden nur erfasst, wenn sich die Bedeutung der Aussage dadurch veränderte. Die Aussagen wurden umgehend nach der Transkription anonymisiert, was heisst, dass die einzelnen Experten nur noch unter (EX1) bis (EX9) in der Studie zu finden sind. Die Auswertung der einzelnen Interviews verlief über vier

Schritte. In einem ersten Schritt wurden anhand der relevanten Fragen Suchraster erstellt. In einem weiteren Schritt wurden die Interviewtexte nach relevanten Aussagen abgesehen und extrahiert. Die extrahierten Rohdaten liess der Verfasser mit Quellenangaben in die Forschungsarbeit einfließen. Im Anschluss erfolgte pro Thema eine kurze Analyse durch den Verfasser. Im vierten und wichtigsten Schritt wurden die Analysen interpretiert.

6.4 Resultate

Nach wie vor bestehen die meisten Gründe für eine Bewertung im Bereich von Kauf und Verkauf, der Nachfolgeregelung und in Investitionsvorhaben. Jedoch hat in den letzten Jahren die Bewertung von Projekten und Machbarkeitsstudien stark zugenommen, was sicher mit einer Professionalisierung der Investorentätigkeit zusammen hängt. Je nach Grund für die Bewertung muss jedoch die Wahl des Bewerter differenziert betrachtet werden. Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass ein Bewerter über Branchen Know How verfügen sollte. Beinhaltet die Unternehmung Liegenschaften oder grössere Landanteile, ist es von enormem Vorteil, wenn der Bewerter oder die entsprechende Organisation über fundierte Kenntnisse im Bau- und Liegenschaftsbereich verfügt oder einen Experten beizieht. Im Bereich von Kauf und Verkauf ist zusätzlich auf die Neutralität und Unabhängigkeit zu achten.

Unabhängig vom Bewertungsgrund haben sich die ertragswertbasierenden Bewertungsmethoden in der Hotellerie durchgesetzt. Dies ist sicher die Ursache, dass die staatliche Förderung seit 2003 die DCF-Methode gesetzlich verankert hat. Die alte, noch vielen bekannte SGH Methode, hat vorwiegend ausgedient und wird nur noch von einigen wenigen Institutionen verwendet. Trotz oder eben durch den Wechsel zur DCF-Methode haben sich verschiedene Schwierigkeiten ergeben. Keiner der Branchenexperten wendet die DCF-Methode in ihrer klassischen Art an. Da die Methode in der Bewertung von Hotelunternehmen gewisse Schwachstellen aufweist, werden eben diese von den Bewertern uneinheitlich angepasst. Es ist somit von zentraler Bedeutung, die genauen Parameter und Berechnungsgrundlagen offen zu legen. Durch den neu erhobenen Standard der DCF- Methode scheiden vergangenheitsorientierte Bewertungsmethoden aus. Der Substanzwert einer Unternehmung hat nur noch eine untergeordnete Relevanz, denn wenn der ertragswertbasierend ermittelte Wert tiefer ist als der Substanzwert, kann die Substanz nicht mehr unterhalten werden. Durch die zukunftsorientierte Sichtweise nehmen auch alle vergangenheitsorientierten Einflussfaktoren an Wichtigkeit ab. Diese

werden oft nur noch zur Plausibilisierung und zu Vergleichszwecken benötigt. Durch die Sichtweise auf die Zukunft rückt eine Schwäche der DCF-Methode ins Zentrum der Betrachtung. Eine Planrechnung über einen Zeitraum von fünf Jahren zu erstellen und das fünfte Jahr als ewig gegeben (Residualwert) anzunehmen, setzt alle Bewerter vor grosse Herausforderungen. Hier trennt sich auch der Weg der Experten. Die einen versuchen, diese Herausforderung mit Verwendung eines verlängerten Zeitraums von zehn bis zu hundert Jahren zu lösen, die anderen bestehen auf der Betrachtung von fünf Jahren. Sicher sollte ein Zeitraum in Betracht gezogen werden, welcher einen angemessenen Investitionszyklus einer Hotelliegenschaft berücksichtigt. Auch hier ist der Auftraggeber im Vorteil, welcher anhand eigens erarbeiteter Planzahlen auf die Bewertung Einfluss nehmen kann. Überzeugen Sie den Bewerter mit Vergleichszahlen aus der Region und der Branche.

Ein weiterer Aspekt, welcher einerseits viel emotionales Potential bindet und die Bewertung massgeblich beeinflusst, ist der Unternehmensleistungsaufwand. Über den Umstand, dass ein adäquater Unternehmerlohn für die Bewertung eingesetzt werden muss, sind sich alle Experten einig. Somit wird sichergestellt, dass der neue Eigentümer sieht, was als Eigen- oder Direktionslohn eingesetzt wurde und dass die Tragbarkeit gegeben ist. Doch was, wenn die Einsetzung eines Unternehmerlohnes zu einer tiefen oder sogar negativen Bewertung führt? Dies führt vor allem im Bereich der Nachfolgeregelung zu Problemen, da eigentlich die Grundlage für eine neue Existenz nicht gegeben ist. Diese Problematik muss nicht nur der nachfolgenden und der bestehenden Generation ausführlich erläutert und erklärt werden, auch wenn Geschwister oder Erbberechtigte ausbezahlt werden, muss diese Thematik auf den Tisch gebracht werden. Wie aus der Befragung der Experten weiter hervorgeht, wird der Unternehmerlohn oft als Manövriermasse genutzt, um beispielsweise Anfangsinvestitionen zu gewährleisten. Oft besteht überhaupt kein Raum für einen Unternehmerlohn, was die Problematik der Branche mit zu kleinen Einheiten und ungenügender Rendite anschaulich vergegenwärtigt. Diese Problematik wurde jedoch teilweise durch die Branche selbst verursacht, da notwendige Ersatzinvestitionen nicht getätigt wurden. Bei der Unternehmensbewertung spielten der Investitionsstau sowie der Reinvestitionsbedarf eine massgebliche Rolle. Wenn eine Planrechnung in die Zukunft erstellt wird, muss zwingend auch festgelegt werden, wann und in welchem Ausmass Ersatzinvestitionen geplant werden. Diese Investitionen werden in einer detaillierten Berechnung wie unter Tabelle 3,

Seite 38 aufgezeigt, ermittelt und festgelegt. Eine Erarbeitung des Nachhol- und Reinvestitionsbedarfs für die eigene Liegenschaft bildet eine zentrale Voraussetzung für eine Bewertung und wird jeder Person, welche sich auf eine Unternehmensbewertung vorbereitet, wärmstens empfohlen.

Die eine Seite ist die Ermittlung des Reinvestitionsbedarfs, die andere deren Einfluss auf die Bewertung. Wird der jährlich ermittelte Rückstellungsbedarf in jedem der kommenden Planungsjahre oder nur in dem Jahr, in dem die Erneuerung anfällt berücksichtigt? Die Experten sind sich hier uneinig. Der Verfasser vertritt die Ansicht, dass für eine Bewertung die Erneuerungen im Jahr in welchem sie anfallen, berücksichtigt werden müssen, allfälliger Investitionsstau jedoch im Jahr eins der Bewertung zu berücksichtigen ist. Das führt jedoch zwangsläufig dazu, dass die Planzahlen für die Bewertung über den Investitionszyklus eines Objektes erstellt werden müssen und nicht nur über fünf Jahre.

Ein weiterer Aspekt der Bewertung ist der Kapitalisierungssatz. Dieser wird verwendet, um den errechneten Free Cash Flow ⁷⁸ zu kapitalisieren. Je höher der Satz, desto tiefer die Bewertung. Dieser Satz wird uneinheitlich und entgegen der Lehre angewandt. Die Problematik besteht darin, dass der Satz ein Risiko für die Branche und das Objekt beinhaltet. Wie hoch ist dieses Risiko und wie lässt sich dieses berechnen? Der Wert wird oft subjektiv und intransparent festgelegt. Sinnvoll für die Branche wäre ein Standardverfahren zu entwickeln in welchem Risikoprofile je Regionen erarbeitet würden. Aufgrund der hohen Komplexität und der zukünftigen Akzeptanz könnte ein solches Verfahren jedoch nur durch eine übergeordnete oder staatliche Stelle erarbeitet werden.

In Bezug auf die Akzeptanz der erstellten Bewertungen muss je nach Bewertungsgrund differenziert werden. Steht eine Investition an und wurde das Gutachten oder die Bewertung im Auftrag der finanzierenden Partei erstellt, werden diese meistens übernommen, da sie die Grundlage für die Verschuldung bilden. Bei Projekten und Machbarkeitsstudien werden die Bewertungen als Grundlage für weitere Aktivitäten benutzt. Im Bereich der Nachfolgeregelung bilden die Bewertungen oft die Grundlage für Verhandlungen und werden in der ganzen Bandbreite übernommen. Bei Verkauf- oder Kaufgründen stellen die Bewertungen oft einen Orientierungswert oder ein Werkzeug zur Beeinflussung des Verkaufspreises dar.

⁷⁸ Abbildung 14. Berechnung Free Cash Flow. S. 29

Der letzte Aspekt beleuchtet den Einfluss der staatlichen Förderung im heutigen Umfeld. Sicher hat der Einfluss der staatlichen Förderung in Form von nachrangigen Fremdkapital aufgrund der konjunkturellen Situation abgenommen. Dies durch den gesetzlich erwirkten Wechsel zur DCF Methode, was den Erhalt erschwert hat. Es stellt sich auch die Frage, ob das Instrument der Nachgangfinanzierung unter dem Aspekt der tiefen Zinsen noch das richtige Instrument ist. Wäre es nicht sinnvoller für die Branche die staatlichen Mittel zur Erhebung von Daten-, Branchenkenzzahlen und regionalen Risikoprofilen zu verwenden? So würden Richtwerte und Orientierungshilfen für die ganze Branche erstellt. Eine Art Think Tank für die Schweizer Hotellerie?

7 Literaturverzeichnis

- Bundesamt für Statistik BFS (2008) (Hrsg). Schweizer Tourismusstatistik.
- Eltschinger, Martin (2009) (Hrsg). Finanzmanagement Hotellerie.
- Drukarczyk Jochen, Ernst Dietmar (2007). Branchenorientierte Unternehmensbewertung. Verlag Franz Vahlen. München.
- Gläser, Jochen und Laudel, Gerit (2009). Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse. VS Verlag. Wiesbaden.
- Helbling, Carl (1998). Unternehmensbewertung und Steuern. IDW-Verlag GmbH. Düsseldorf.
- Hostettler, Stephan (1997). Das Konzept des Economic Value Added (EVA). Verlag Paul Haupt. Bern
- hotelleriesuisse und Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg). Jahrbuch der Schweizer Hotellerie 2009.
- hotelleriesuisse und Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg). Jahrbuch der Schweizer Hotellerie 2010.
- Hunziker, Alexander W. (2008). Spass am wissenschaftlichen Arbeiten. Verlag SKV. Zürich.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland IDW Standards (2007) (Hrsg). Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung. Düsseldorf.
- Jäger Carl (1947). Die Schweizerische Hotel-Treuhand-Gesellschaft 1921-1946. Orell-Füssli. Zürich.
- Kappeler, Heinz (1973). Der Hotel-und Kurortskredit in der Schweiz, seine Förderung und seine Auswirkungen auf die Hotel und Kurortserneuerung. Verlag Paul Haupt. Bern.
- Knüsel, Daniel (1994). Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung. Treuhand-Kammer. Zürich.
- Schmitt Thomas (2009) (Hrsg). Unternehmensbewertung im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung. Unveröffentlichtes Skript. STI Schweizerisches Treuhand- Institut FH. Zürich.
- Schröder, Matthias und Forstnig, Jakob und Widmann, Michael (2005). Bewertung von Hotels und Hotelimmobilien. Books on Demand Verlag. Norderstedt.
- Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (2005) (Hrsg). Die Bewertung von Hotelunternehmen nach der DCF-Methode durch die SGH.

- Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit (Hrsg) (2001). Die Schätzung des nachhaltigen Reinvestitionsbedarfs im Zusammenhang mit der Bewertung von Hotelunternehmen.
- SECO Staatssekretariat für Wirtschaft (2003) (Hrsg). Erläuternder Bericht zur Verordnung über die Förderung der Beherbergungswirtschaft.
- SVKG Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungs-experten + SEK Schweizerische Schätzungsexperten-Kammer /SVIT Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft (2005) (Hrsg). Das schweizerische Schätzerhandbuch, Bewertung von Immobilien. Bündner Buchverlag.
- Schweizerische Nationalbank (Hrsg). Bankenstatistisches Monatsheft Juni 2010. Kreditvolumenstatistik.
- Thommen Jean-Paul (2008). Managementorientierte Betriebswirtschaftslehre. Versus Verlag AG. Zürich.

8 Verzeichnis Interviewpartner

- CFB Network AG, Herr Dr. Marcus Frey, Etzelstrasse 42, 8036 Zürich
- EAC Eltschinger Audit & Consulting AG, Herrn Martin Eltschinger, Florastrasse 13, 8800 Thalwil
- Fachhochschule Nordwestschweiz, Herr Thomas Schmitt, Professor für Betriebsökonomie, Promenade 26, 5200 Brugg
- MMK Immobilientreuhand AG, Herr Albert Metz, Seestrasse 17, 8002 Zürich
- Rating Factory AG, Herr André Thommen, Ahornstrasse 1, 4304 Giebenach
- Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit SGH, Herr Pascal Leresche, Gartenstrasse 25, 8027 Zürich.
- Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit SGH, Herr Michael Kauer, Gartenstrasse 25, 8027 Zürich.
- Sikander von Bhicknapahari, Bellerivestrasse 2, 8008 Zürich
- Wüest & Partner AG, Frau Béatrice Gollong, Gotthardstrasse 6, 8002 Zürich

9 Anhang

9.1 Anhang A: Interviewleitfaden

Leitfaden für das Experteninterview zur Thematik „Unternehmensbewertung von Hotels“.

Vorbemerkung:

Das Ziel der Untersuchung ist es, spezielle Einflussfaktoren auf die Bewertung von Hotels zu analysieren und deren Auswirkung festzustellen. Durch das Interview mit Experten sollen die Auswirkungen der ermittelten Faktoren analysiert und nach deren Einfluss bewertet und hierarchisch geordnet werden. Die Ergebnisse der Interviews werden anonymisiert und tonbandmässig aufgezeichnet.

Einleitung:

1. Wie sind Sie zur Branche Hotellerie gestossen?

Gründe der Bewertung:

2. Welches ist der häufigste Grund, warum eine Bewertung durchgeführt wird?
 - a. Gibt es weitere Gründe?
 - b. Gibt es Gründe, dass Sie keine Bewertung durchführen?
3. Wenden Sie verschiedene Bewertungsmodelle für differenzierte Bewertungsgründe an?
 - a. Wenn ja, welches Modell für welchen Bewertungsgrund?
 - b. Wenn mehrere Modelle angewandt werden, wie ist die Gewichtung?
4. Werden von Kundenseite Bewertungsmodelle bevorzugt oder sogar vorgegeben?
 - a. Wenn nein, bestehen sonstige Einflussnahmen der Auftragsseite auf die Bewertungsmethode?

Besonderheiten von Klein- und Mittelbetrieben:

5. Wie werden private und betriebliche Aufwendungen und Erträge getrennt?
 - a. Erfolgt eine detaillierte Einsichtnahme in die Buchhaltungsunterlagen?
 - b. Wird auf erhaltene Unterlagen abgestützt?
 - c. Werden beziehungsbedingte Umsätze ausgegrenzt?
6. Wie wird überprüft ob das betrieblich notwendige Vermögen in Geschäfts- oder Privatbesitz ist?

- a. Werden evtl. Pacht-, Miet- oder Lizenzkosten aufgerechnet?
- b. Wie werden die Preise ermittelt?

Qualität von Informations- und Datenmaterial:

- 7. Wie gehen Sie mit dem Umstand um, dass die Jahresrechnungen oft steuerlich beeinflusst sind?
- 8. Fordern Sie Planzahlen von der Unternehmensleitung ein?
 - a. Wenn ja, über welchen Zeitraum?
 - b. Wenn ja, wie werden die Zahlen berücksichtigt?
- 9. Wie beurteilen Sie generell die Qualität der erhaltenen Unterlagen?
 - a. Wie werden diese bei geringer Qualität berücksichtigt?

Unternehmerlohn:

- 10. Wie legen Sie den Unternehmensleitungsaufwand fest?
 - a. Werden allfällige Familienmitglieder mitberücksichtigt?
 - b. Wenn ja, wie wird der Lohn berechnet?

Reinvestitionsbedarf:

- 11. Wie ermitteln Sie den Reinvestitionsbedarf für das zu bewertende Hotel?

Kapitalkostensatz:

- 12. Wie berechnen Sie den Kapitalkostensatz?
 - a. Wird dieser pro Bewertungsobjekt separat berechnet?
 - b. Wie berücksichtigen Sie das Risiko?

Generelles:

- 13. Wie hoch beurteilen Sie den prozentualen Anteil, bei welchem die erstellte Bewertung auch den effektiven Übergabewert darstellt?
- 14. Wie beurteilen Sie generell den Einfluss der staatlichen Förderung durch die SGH auf die Bewertung von Hotels in der Schweiz?
- 15. Gibt es noch weitere spezielle Einflüsse auf die Bewertung von Hotels, welche noch nicht angesprochen wurden?