

Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen

Inaugural-Dissertation zur Erlangung
des Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften der
Bildungswissenschaftlichen Hochschule Flensburg – Universität

Vorgelegt von
Dipl.-Kfm. Stefan Behringer
aus Flensburg
im Oktober 1998

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Tabellen	VI
Verzeichnis der Abbildungen	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
Verzeichnis der verwendeten Symbole	XI
 1 Einleitung	 1
1.1 Zielsetzung und Vorgehensweise der Untersuchung	1
1.2 Gang der Untersuchung	2
 2 Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen	 6
2.1 Kleine und mittlere Unternehmen als Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre	6
2.2 Eine Definition von kleinen und mittleren Unternehmen	7
2.2.1 Schwierigkeiten einer Definition von kleinen und mittleren Unternehmen	7
2.2.2 Quantitative Merkmale	8
2.2.3 Qualitative Merkmale	10
2.3 Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen	12
2.3.1 Bedeutung des Unternehmers	12
2.3.2 Besonderheiten der Unternehmensführung	17
2.3.3 Besonderheiten der Finanzwirtschaft	21
2.4 Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen	24
 3 Grundlagen der Unternehmensbewertung	 29
3.1 Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung	29
3.1.1 Wert und Preis einer Unternehmung	29
3.1.2 Entwicklung betriebswirtschaftlicher Werttheorien	32
3.2 Bewertungsanlässe	35
3.2.1 Dominierte Bewertungsanlässe	35
3.2.2 Nicht dominierte Bewertungsanlässe	37

3.3 Funktionen der Unternehmensbewertung	38
3.3.1 Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung	38
3.3.1.1 Beratungsfunktion	39
3.3.1.2 Schiedsfunktion	41
3.3.1.3 Argumentationsfunktion	45
3.3.1.4 Die Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung in prozessualer Sicht	51
3.3.2 Nebenfunktionen	54
3.3.2.1 Steuerbemessungsfunktion	54
3.3.2.2 Vertragsgestaltungsfunktion	58
3.3.2.3 Entscheidungshilfefunktion	61
3.4 Systematisierung der Bewertungssituation	64
3.4.1 Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie	64
3.4.2 Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption	66
3.4.2.1 Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	66
3.4.2.2 Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien	68
3.5 Bewertungsverfahren	71
3.5.1 Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren	72
3.5.1.1 Traditioneller Substanzwert	72
3.5.1.2 Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen	74
3.5.1.3 Liquidationswertverfahren	76
3.5.2 Ertragswertorientierte Verfahren	77
3.5.2.1 Wesen des Kapitalisierungsvorganges	77
3.5.2.2 Ertragswertverfahren	80
3.5.2.2.1 Bewertungsprinzip	80
3.5.2.2.2 Überlegungen zum Kalkulationszinsfuß	81
3.5.2.2.3 Überlegungen zur Überschußgröße	86
3.5.2.2.4 Exkurs: Unternehmensbewertung und Unter- nehmensgesamtplanung	93
3.5.2.2.5 Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	95
3.5.2.2.6 Beurteilung des Ertragswertverfahrens	97
3.5.2.3 Discounted Cash-flow-Verfahren	99

3.5.2.3.1 Bewertungsprinzip	99
3.5.2.3.2 Überlegungen zu den Kapitalkosten	102
3.5.2.3.3 Überlegungen zum Free Cash-flow	108
3.5.2.3.4 Wert des Eigenkapitals	109
3.5.2.3.5 Beurteilung des DCF Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren	110
3.5.3 Marktwertorientierte Verfahren	111
3.5.3.1 Multiplikatorverfahren	111
3.5.3.2 Comparable Company Analysis	115
4 Analyse der Bewertungssituation bei kleinen und mittleren Unternehmen	118
4.1 Zielsysteme der Bewertungsparteien	118
4.1.1 Monetäre Zielsetzungen	118
4.1.2 Andere ökonomische Zielsetzungen	119
4.1.3 Metaökonomische Zielsetzungen	120
4.2 Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	125
4.2.1 Potentielle Käufer von kleinen und mittleren Unternehmen	126
4.2.1.1 Management	126
4.2.1.2 Belegschaft	130
4.2.1.3 Großunternehmen	132
4.2.1.4 Kleine und mittlere Unternehmen	134
4.2.1.5 Existenzgründer	136
4.2.1.6 Beteiligungsgesellschaften	139
4.2.2 Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	141
4.2.2.1 Betriebliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	142
4.2.2.2 Persönliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	143
4.2.3 Einschränkungen der Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen	147
4.2.4 Erweiterungen der Handlungsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen	149
5 Darstellung und Beurteilung theoretischer und empirischer Analysen zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen	152

5.1 Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Literatur	0152
5.1.1 Das Konzept von Then Bergh	152
5.1.2 Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen nach Bremer	154
5.1.3 Die „Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“	156
5.1.4 Small Business Valuation nach dem Konzept von Tuller	161
5.2 Anwendung von Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Praxis	165
 6 Ein modifiziertes Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen	 170
6.1 Abgrenzung des Bewertungsobjekts	170
6.2 Traditionelles Ertragswertverfahren als Ausgangspunkt	177
6.3 Modifikationen des Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	178
6.3.1 Berücksichtigung der Personenbezogenheit	178
6.3.1.1 Einfluß des Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und seine Abbildung in der Unternehmensbewertung	179
6.3.1.2 Bemessung des Unternehmerlohns	192
6.3.2 Berücksichtigung des spezifischen Risikos von kleinen und mittleren Unternehmen	196
6.4 Restriktionen für den Unternehmenswert bei kleinen und mittleren Unternehmen	201
6.4.1 Obere Restriktion: Reproduktionswert	201
6.4.1.1 Voraussetzungen der Reproduzierbarkeit	201
6.4.1.2 Bestimmung des Reproduktionswertes	203
6.4.2 Untere Restriktion: Liquidationswert	205
6.4.2.1 Voraussetzungen der Liquidation	205
6.4.2.2 Bestimmung des Liquidationswertes	205
6.5 Anwendungsbeispiel für das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen	206
6.5.1 Das Unternehmen, der potentielle Käufer und der Bewerter	206
6.5.2 Abgrenzung des Bewertungsobjekts	207

6.5.3 Prognose der Einzahlungsüberschüsse	207
6.5.4 Berücksichtigung der Unternehmerqualität	212
6.5.5 Berücksichtigung des Unternehmerlohns	214
6.5.6 Bemessung des Kalkulationszinsfußes	215
6.5.7 Berechnung des Ertragswertes	217
6.5.8 Ermittlung der Restriktionen für den Unternehmenswert	218
6.5.9 Ergebnis der Bewertung	220
6.6 Offene Probleme des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	220
6.6.1 Theoretische Probleme	222
6.6.2 Praktische Probleme	
7 Schlußbetrachtung: Zusammenfassung und Ausblick	224
Literaturverzeichnis	226
Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte und Gerichtsurteile	255
Erklärung gemäß § 7 Abs. 4 der Promotionsordnung der Bildungs- wissenschaftlichen Hochschule Flensburg - Universität	256

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 2.1	Quantitative Abgrenzungen der kleinen und mittleren Unternehmen von Großunternehmen	9
Tabelle 2.2	Eigenkapitalquoten nach Umsatzklassen	23
Tabelle 3.1	Steuerliche Bewertungsvorschriften nach Rechtsformen	57
Tabelle 3.2	Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente	84
Tabelle 3.3	Schema zur Berechnung der Einzahlungsüberschüsse eines Unternehmens	88
Tabelle 3.4	Bedeutung des langfristigen Prognosebereichs für den Ertragswert	91
Tabelle 3.5	Vergleich Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren	110
Tabelle 3.6	Gewinnmultiplikatoren zum Einsatz in der Unternehmensbewertung	113
Tabelle 3.7	Mengenmäßig orientierte Faustformeln zur Unternehmensbewertung	114
Tabelle 4.1	Typische Finanzierungsstrukturen von Management Buy-Outs	128
Tabelle 5.1	Risikokategorien nach Schilt	164
Tabelle 5.2	Größenklassen der bewerteten Unternehmen in der Untersuchung von Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.	166
Tabelle 6.1	Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität	188
Tabelle 6.2	Berücksichtigung des Unternehmerlohns in der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen	196
Tabelle 6.3	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe der XYZ GmbH für Frau Müller und Herrn Schmidt	198
Tabelle 6.4	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Wertpapierportefeuille von Herrn Schmidt	199
Tabelle 6.5	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Gesamtvermögen von Herrn Schmidt	199
Tabelle 6.6	Kriterien zur Realisierbarkeit einer Reproduktion des zu bewertenden Unternehmens	202
Tabelle 6.7	Unternehmensanalyse - Finanzdaten der Verleihnix GmbH	208
Tabelle 6.8	Unternehmensanalyse - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH	209
Tabelle 6.9	Ergebnisprognose - Prognostizierte Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH	211
Tabelle 6.10	Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Ausprägungen der Unternehmerqualität für Frau Scholle und Herrn Hecht	212
Tabelle 6.11	Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität	213
Tabelle 6.12	Berücksichtigung des Unternehmerlohns - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Ansetzung eines angemessenen Unternehmerlohns für Frau Scholle	215
Tabelle 6.13	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihen für das Gesamtvermögen von Frau Scholle	216
Tabelle 6.14	Berücksichtigung des Risikos - Sicherheitsäquivalente bei einem Risikozuschlag von 2%-Punkten	217
Tabelle 6.15	Restriktionen für den Unternehmenswert - Kriterien der Reproduzierbarkeit für die Verleihnix GmbH	219

Verzeichnis der Abbildungen

Abb. 1	Schematischer Ablauf der Untersuchung	3
Abb. 3.1	Funktionen der Unternehmensbewertung nach der Kölner Funktionenlehre	39
Abb. 3.2	Transaktionsbereich	42
Abb. 3.3	Der Prozeß der Unternehmensbewertung aus Anlaß einer nicht dominierten Bewertungssituation vom Typ Kauf/Verkauf	53
Abb. 3.4	Bestandteile eines Entscheidungsmodells	66
Abb. 3.5	Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens	96
Abb. 6.1	Steuerliche Vermögensarten	172
Abb. 6.2	Schematische Darstellung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	201

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AER	American Economic Review (Zeitschrift)
AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BIMBO	Buy-In Management Buy-Out
BStBl	Bundessteuerblatt
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
d.h.	das heißt
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
e.V.	eingetragener Verein
ECU	European Currency Unit
Ed.	Editor(s)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HBR	Harvard Business Review (Zeitschrift)
HFA	Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	Herausgegeben
i.d.R.	in der Regel

IGA	Internationales Gewerbearchiv (Zeitschrift)
Jg.	Jahrgang
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-Out
M & A	Mergers and Acquisitions
m.a.W.	mit anderen Worten
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Million
mir	Management International Review (Zeitschrift)
Mrd.	Milliarde
Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang
o.O.	ohne Ort
o.V.	ohne Verfasser
OHG	Offene Handelsgesellschaft
PublG	Publizitätsgesetz
RZ	Randziffer
S.	Seite
Sp.	Spalte
Tab.	Tabelle
TDM	tausend Deutsche Mark
u.a.	unter anderem
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)

z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht

Verzeichnis der verwendeten Symbole

a	Abschlag für einen Minderheitsanteil
A_0	Anschaffungsauszahlungen zur Realisierung eines Zahlungsstroms
A_{BO}	Barwert der Ausgaben des Bewertungsobjekts
A_{neu}	Barwert der Ausgaben eines neu zu errichtenden Unternehmens
A_t	Auszahlungen in Periode t
A_{Et}	Auszahlungen zur Etablierung eines neu zu errichtenden Unternehmens
AW (K)	Argumentationswert des Käufers
AW (V)	Argumentationswert des Verkäufers
b	Aufschlag für einen Mehrheitsanteil
B	Einfluß des langfristigen Prognosebereichs auf den Ertragswert eines Unternehmens
C	Wert des Mehrheitsanteils eines Unternehmens
C_j	Gegenwartswert (Kapitalwert) eines Zahlungsstroms j
$Cov [r_j, r_M]$	Kovarianz der erwarteten Rendite des Wertpapiers j mit der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles
E_{BO}	Barwert der Einnahmen des Bewertungsobjekts
EK	Marktwert des Eigenkapitals
E_{neu}	Barwert der Einnahmen eines neu zu errichtenden Unternehmens
EOZ	Earn-Out-Zahlungen
ErW	Ertragswert bei Unternehmensfortführung
E_t	Einzahlungsüberschüsse in Periode t
EW (d)	Differenz zwischen dem Ertragswert des Verkäufers und des Käufers
EW (K)	Entscheidungswert des Käufers
$EW (K)'$	vermuteter Entscheidungswert des Käufers
EW (V)	Entscheidungswert des Verkäufers
$EW (V)'$	vermuteter Entscheidungswert des Verkäufers
FCF_t	Free Cash Flow in Periode t
FK	Marktwert des Fremdkapitals
G	Index für Zahlungen bei Gründung
g	Anteil an der Bemessungsgrundlage
G_{EOZ}	Bemessungsgrundlage für Earn-Out-Zahlungen
GK	Marktwert des Gesamtkapitals
i	Kalkulationszins
i^*	risikoloser Zinssatz
K	Index für Zahlungen beim Kauf
k_{EK}	Eigenkapitalkosten
k_{FK}	Fremdkapitalkosten
LW	Liquidationswert
M	Wert des Minderheitsanteils eines Unternehmens
m	Dauer der ersten Prognosephase (im Phasenmodell der

m	Unternehmensbewertung) Multiplikator
n	Dauer der zweiten Prognosephase (im Phasenmodell der Unternehmensbewertung)
NBV	zu Nettoverkaufserlösen bewertetes nicht-betriebsnotwendiges Vermögen
P	Unternehmenspreis
p	Wahrscheinlichkeit
P _F	Basispreis
P _v	variabler Teil des Kaufpreises
r _{EK}	Renditeerwartung an ein Wertpapier des Eigenkapitals
RP	Risikoprämie
RW	Reproduktionswert
S	Sicherheitsäquivalent
SubW	Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen
SW	Schiedswert
t	Periodenindex
T	Letzte betrachtete Periode
Ü	Überschüsse des Unternehmens im Durchschnitt der letzten drei Jahre (aus dem Stuttgarter Verfahren)
V	Vermögenskomponente im Stuttgarter Verfahren (Einheitswert des Betriebsvermögens)
W	Unternehmenswert
WACC	gewogene durchschnittliche Kapitalkosten
W ^E	Wert der operativen Aktivitäten eines Unternehmens unter Vollausschüttungshypothese und der Fiktion kompletter Eigenfinanzierung
W ^{FA}	Wert der nicht-operativen Aktivitäten des Unternehmens, z.B. Finanzanlagen
W ^{ges}	Gesamtwert des Unternehmens
W _K	Wert, den der Käufer dem Unternehmen zumißt
W ^{USt}	Wert der durch die realisierte Kapitalstruktur entsteht (steuerliche Vorteile der Fremdfinanzierung)
W _V	Wert, den der Verkäufer dem Unternehmen zumißt
z	Risikozuschlag
Z	Summe der Marktpreise des Ziel-Inventars für eine zu errichtende Unternehmung
σ_M^2	Varianz der Rendite des Marktportefeuilles

Heute weiß man von allem den Preis, von nichts den Wert.
Oscar Wilde

1 Einleitung

1.1 Zielsetzung und Vorgehensweise der Untersuchung

Unternehmensbewertungen sind für verschiedene Anlässe im Leben eines Unternehmens notwendig. Fast ausnahmslos handelt es sich dabei um besonders wichtige Situationen, in denen das Unternehmen sich großen Chancen, aber auch großen Risiken gegenüber sieht.

Besonders deutlich wird dies beim Anlaß Kauf oder Verkauf eines Unternehmens. In diesem Fall wird das Ergebnis der Unternehmensbewertung zur Entscheidungsgrundlage über die Durchführung der Unternehmenstransaktion. Fehlbewertungen können zu erheblichen Schäden bei den beteiligten Parteien führen. Eine Fehlbewertung, die zu einem zu hohen Preis für den Käufer führt, kann ein bislang erfolgreiches Unternehmen in eine existentielle Krise stürzen. Eine Fehlbewertung, die zu einem zu niedrigen Preis für den Verkäufer führt, kann den künftigen Lebensstandard des ausscheidenden Unternehmers erheblich mindern. Die Unternehmensbewertung hat daher eine sehr große Bedeutung für alle Beteiligten von Unternehmenstransaktionen.

Es muß Anliegen einer anwendungsorientierten Betriebswirtschaftslehre sein, für verschiedene Bewertungsanlässe und Unternehmenstypen möglichst exakte Bewertungsverfahren zu entwickeln, um das Risiko von Fehlbewertungen zu verringern. Zielsetzung dieser Arbeit ist es, ein Bewertungsverfahren speziell für kleine und mittlere Unternehmen zu entwickeln. Dies soll durch eine Integration der Besonderheiten der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen in ein Bewertungskalkül erreicht werden. Laut Aussage von *Piltz* ist die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen „wissenschaftlich ... noch nicht ausreichend bearbeitet.“¹ Diese Arbeit will einen Beitrag zum Schließen dieser Lücke in der betriebswirtschaftlichen Literatur leisten.

Gerade im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen hat die Unternehmensbewertung eine besondere Bedeutung. Im Zuge des einsetzenden Generationenwechsels kann man davon auszugehen, daß verstärkt kleine und

¹ Piltz, D. J.: Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Auflage, Düsseldorf 1994, S. 51.

mittlere Unternehmen verkauft werden. Diese Untersuchung konzentriert sich aus diesem Grund im wesentlichen auf Bewertungen aus Anlaß des Kaufs bzw. Verkaufs. Der Ansatz der Untersuchung ist theoretisch-deduktiv. Die theoretische Basis stellen die zwei Theoriegebäude der Betriebswirtschaftslehre der kleinen und mittleren Unternehmen und der Unternehmensbewertung dar. Nachdem die relevanten Teile beider Theoriegebäude dargestellt worden sind, wird in einem ersten Schritt die Theorie der kleinen und mittleren Unternehmen auf den Bewertungsanlaß „Kauf/Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens“ angewandt und Besonderheiten für diesen Anlaß herausgearbeitet. In einem Zwischenschritt werden bisherige Versuche dargestellt, Bewertungsverfahren speziell für kleine und mittlere Unternehmen zu entwickeln. Das Ergebnis der Arbeit stellt die Integration von Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen (gewonnen aus der Theorie der kleinen und mittleren Unternehmen) in ein Bewertungsverfahren, das auf den Erkenntnissen der Theorie der Unternehmensbewertung basiert, dar. Der schematische Ablauf der Arbeit ist in Abbildung 1.1 dargestellt.

1.2 Gang der Untersuchung

Das folgende Kapitel 2 der Untersuchung beschäftigt sich mit Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen. Zunächst wird eine Definition von kleinen und mittleren Unternehmen vorgenommen. Die so abgegrenzte Unternehmensgruppe wird dahingehend untersucht, inwieweit es Besonderheiten gibt, die eine spezielle Behandlung hinsichtlich der Unternehmensbewertung bedingen. Damit wird die inhaltliche Relevanz der vorliegenden Arbeit festgestellt. Im letzten Schritt wird dann die quantitative Relevanz des zu bearbeitenden Problems - die zahlenmäßige Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland - dargestellt.

In Kapitel 3 werden die Grundlagen der Theorie der Unternehmensbewertung erläutert. Nach einer grundsätzlichen Klärung des Gegenstandes der Lehre von der Unternehmensbewertung werden Anlässe und Funktionen der Bewertung von Unternehmen erläutert. Damit wird das Paradigma der Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung eingeführt, das die Grundlage der Untersuchung darstellt. Bei der Darstellung der Anlässe und Funktionen wurde eine Auswahl hinsichtlich der Relevanz für kleine und mittlere Unternehmen getroffen. Da es sich bei Bewertungen aus Anlaß des Kaufs/Verkaufs eines Unternehmens um äußerst

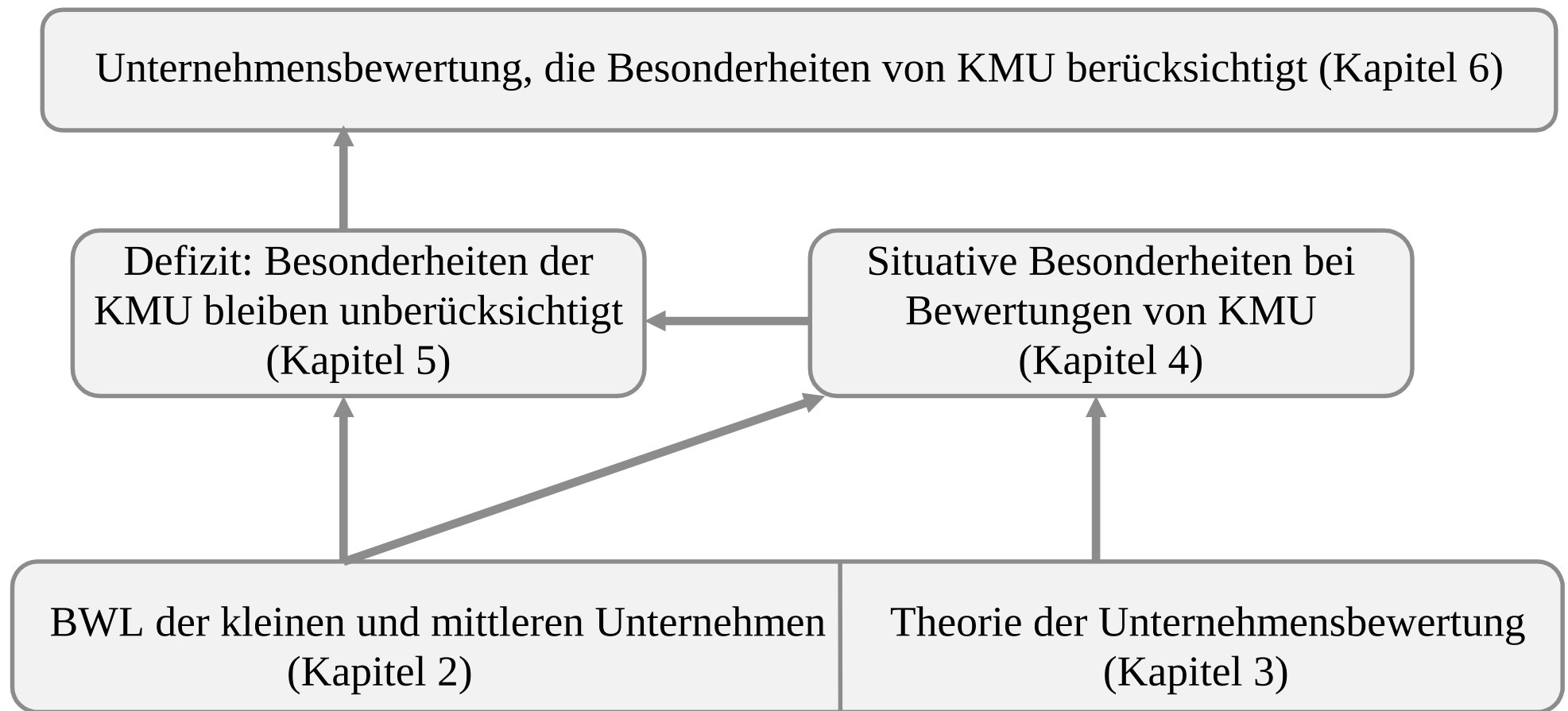


Abb. 1: Schematischer Ablauf der Untersuchung

komplexe Situationen handelt, empfiehlt sich eine Systematisierung der Bewertungssituation. Diese wird mit dem Instrumentarium der praktisch-normativen Entscheidungstheorie vorgenommen. Nach dieser Systematisierung kann ein Bewertungsverfahren zur Ableitung eines Wertes eingesetzt werden. Drei in Theorie und Praxis verbreitete Typen von Bewertungsverfahren werden dargestellt: Substanzwertorientierte Verfahren, ertragswertorientierte Verfahren und sogenannte Praktikerverfahren. Die Verfahren werden daraufhin untersucht, ob sie geeignet sind, als Grundlage des zu entwickelnden Bewertungsverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen zu dienen.

In Kapitel 4 wird die im dritten Kapitel allgemein vorgenommene Systematisierung der Bewertungssituation für die konkrete Situation eines Kaufs bzw. Verkaufs eines kleinen und mittleren Unternehmens durchgeführt. Dazu werden zunächst die möglichen Zielsetzungen von Käufer und Verkäufer diskutiert. Danach werden potentielle Käufer eines kleineren Unternehmens - die Nachfrageseite auf dem Markt für kleine und mittlere Unternehmen - vorgestellt. Zur Charakterisierung der Angebotsseite werden potentielle Motive und Anlässe für einen Unternehmensverkauf dargestellt. Im weiteren werden noch Besonderheiten (Einschränkungen und Erweiterungen) der Handlungsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen diskutiert. Die so herausgearbeiteten Spezifika bei der Bewertungssituation von kleinen und mittleren Unternehmen sind gleichzeitig Anforderungen an ein Bewertungsverfahren, das die Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen berücksichtigen soll.

Kapitel 5 gibt einen Überblick über bisherige Versuche der Betriebswirtschaftslehre, Bewertungsverfahren speziell für kleine und mittlere Unternehmen zu entwickeln und beurteilt diese. Danach wird überprüft, welche Verfahren zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen in der Praxis Verwendung finden.

In Kapitel 6 wird dann ein neues Verfahren zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen entwickelt. Dieses Verfahren basiert auf dem Ertragswertverfahren, jedoch werden sukzessive Modifikationen vorgenommen, die die Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen in das Bewertungskalkül integrieren sollen. Das so entwickelte modifizierte Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen wird an einem Beispiel demonstriert. Zum Abschluß werden Probleme diskutiert, die mit dem modifizierten Bewertungsverfahren nicht gelöst werden

können. Außerdem wird auf mögliche Schwierigkeiten in der praktischen Anwendung des entwickelten Bewertungsverfahrens vor dem Hintergrund der bei kleinen und mittleren Unternehmen vorgefundenen Bewertungssituation hingewiesen.

Im Rahmen der Schlußbetrachtung (Kapitel 7) werden die wichtigsten Ergebnisse der Untersuchung zusammengefaßt und ein Ausblick auf weitere notwendige Forschungsaktivitäten gegeben.

2 Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen

2.1 Kleine und mittlere Unternehmen als Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre

Kleine und mittlere Unternehmen waren lange Zeit nur ein marginales Forschungsobjekt in den Wirtschaftswissenschaften.¹ In einigen Bereichen hat sich dies auch in letzter Zeit weiter verstärkt.

Beispielsweise wird die Finanzierungstheorie immer mehr durch die Kapitalmarkttheorie geprägt, die am Kapitalmarkt aktive Unternehmen zum Gegenstand hat.² Diese ist aber für kleine und mittlere Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, nur wenig relevant. *Rehkugler* macht die Beobachtung, daß die Aussagen zur Kapitalmarkttheorie in neueren Lehrbüchern der Betrieblichen Finanzwirtschaft die Aussagen zu Problemen der kleinen und mittleren Unternehmen, die in den eher traditionellen Lehrbüchern noch vorhanden sind, verdrängen.³

Erst in letzter Zeit hat sich wieder eine Hinwendung zu Problemen der kleinen und mittleren Unternehmen ergeben. Durch neue Lehrstühle, Institute und Spezialstudiengänge haben sich die Forschungsaktivitäten im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen verstärkt. Damit ist aber die Forschungslücke zur Betriebswirtschaftslehre der Großunternehmen noch nicht geschlossen.⁴

Bei einigen Autoren liegt das fehlende Interesse an der Meinung, daß kleine und mittlere Unternehmen nicht wesensverschieden von Großunternehmen sind.⁵ Nur wenn beide Gruppen verschieden sind, kann es eine Berechtigung für eine gesonderte Behandlung der kleinen und mittleren Unternehmen geben. Im folgenden werden daher Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen dargestellt und

¹ Vgl. Julien, P. A.: Small Businesses As A Research Subject: Some Reflections on Knowledge of Small Business and Its Effects on Economic Theory, *Small Business Economics*, 5. Jg. (1993), S. 157; Brock, W. A./Evans, D. S.: *Small Business Economics*, *Small Business Economics*, 1. Jg. (1989), S. 17.

² Vgl. *Rehkugler*, H.: Unternehmensgröße als Klassifikationsmerkmal in der Betriebswirtschaftslehre oder Brauchen wir eine „Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen“?, in: *Kirsch, W./Picot, A. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag*, Wiesbaden 1989, S. 402f.

³ Vgl. ebenda, S. 403.

⁴ Vgl. ebenda, S. 408. Ein Überblick über deutschsprachige und internationale Forschungseinrichtungen im Bereich der Betriebswirtschaftslehre der kleinen und mittleren Unternehmen findet sich bei *Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, 2. Auflage, Wien u.a. 1995, S. 87ff.

⁵ Vgl. Julien, P. A.: *Small Businesses...*, a.a.O., S. 157.

es wird untersucht, ob diese Kennzeichen eine besondere Behandlung der so definierten Unternehmen hinsichtlich der Unternehmensbewertung bedingen.

2.2 Eine Definition von kleinen und mittleren Unternehmen

2.2.1 Schwierigkeiten einer Definition von kleinen und mittleren Unternehmen

Eine Definition der kleinen und mittleren Unternehmen sollte zum einen eine eindeutige Zuordnung ermöglichen und zum anderen eine möglichst homogene Gruppe schaffen, die tatsächlich wesensverschieden von großen Unternehmen ist. Eine eindeutige Zuordnung ist insbesondere dann möglich, wenn nur ein Kriterium zur Abgrenzung verwendet wird.⁶ Verwendet man zwei oder mehr Kriterien, sind Fälle denkbar, nach denen ein Unternehmen aufgrund eines Kriteriums in eine andere Klasse gehören würde als nach einem anderen Kriterium. Dies würde die Eindeutigkeit beeinträchtigen.⁷ Andererseits können durch Zugrundelegung nur eines Merkmals Branchenbesonderheiten und regionale Unterschiede nicht erfaßt werden, was die Einbuße an Eindeutigkeit aufwiegt. Um die Wesensverschiedenheit von kleinen und mittleren Unternehmen zu erfassen, ist mithin die Anwendung mehrerer Kriterien notwendig.

Als Kriterien bieten sich quantitative und qualitative Merkmale an. Als quantitative Kriterien können betriebswirtschaftliche Kennzahlen verwandt werden, die z.B. aus dem Jahresabschluß genommen werden. Quantitative Kriterien erlauben eine eindeutige Einordnung der untersuchten Unternehmen. Ob sie allerdings eine Wesensverschiedenheit ausdrücken, ist fraglich. Qualitative Kriterien knüpfen an Wesensverschiedenheiten zu Unternehmen anderer Größenklassen an und erfüllen daher die zweite Anforderung einer Definition von kleinen und mittleren Unternehmen. Allerdings ist die Zuordnung der Unternehmen nicht immer eindeutig. Für diese Untersuchung ist es wichtig, kleine und mittlere Unternehmen so zu definieren, daß die entstehende Unternehmensgruppe Merkmale besitzt, die sie von Großunternehmen unterscheidet und die gleichzeitig bewertungsrelevant sind. Die Abgrenzung ist mithin eine Frage der Zweckmäßigkeit und nicht der Richtigkeit.⁸

⁶ Vgl. Pfohl, H.-C./Kellerwessel, P.: Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Grossbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 12.

⁷ Vgl. ebenda, S. 12f.

⁸ So auch Frank, C.: Strategische Partnerschaften in mittelständischen Unternehmen, Wiesbaden 1994, S. 18.

Dabei ist die Eindeutigkeit der Zuordnung soweit wie möglich zu verwirklichen. Um dies zu erreichen, werden zunächst quantitative Abgrenzungskriterien und danach qualitative Kriterien diskutiert. Dies mündet dann in einer Definition von kleinen und mittleren Unternehmen.

2.2.2 Quantitative Merkmale

In Literatur und Gesetz finden sich viele verschiedene Definitionen von kleinen und mittleren Unternehmen. Meistens werden dabei Umsatz- und Mitarbeiterzahlen, seltener Marktanteil und Bilanzsumme als Schwellenwerte verwendet.

Insbesondere die öffentliche Hand benötigt Abgrenzungsmerkmale, die eine genaue Zuordnung ermöglichen, um beispielsweise Förderprogramme für kleine und mittlere Unternehmen zu gestalten. Sie setzt dabei auf quantitative Merkmale, deren Grenzen politisch bestimmt werden.⁹ Genauso benötigt die Statistik exakte quantitative Abgrenzungskriterien, um Aussagen über Größenklassen von Unternehmen machen zu können. Dies geschieht „mehr oder weniger willkürlich.“¹⁰

Tabelle 2.1 zeigt die Vielfalt der verwendeten Definitionen. Gerade der Gesetzgeber läßt mit der hier nur ansatzweise dargestellten Mannigfaltigkeit der Definitionen Kohärenz vermissen.¹¹ Die Definition von kleinen und mittleren Unternehmen gibt es nicht. Festzuhalten bleibt aber, daß die Obergrenze von 500 Mitarbeitern weit verbreitet ist.

Viele Autoren sehen eine solche Abgrenzung als inadäquat an, da branchenbedingte Besonderheiten nicht erfaßt werden und empfehlen eine Differenzierung nach Branchen.¹² Dies würde allerdings die Komplexität und Handhabbarkeit der Definition verschlechtern und wird deshalb hier nicht weiter verfolgt. Der Grenze von 500 Mitarbeitern wird außerdem noch mangelnde Selektivität vorgeworfen, da sie von

⁹ Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen: Gründung, Führung, Chancen, Risiken, Landsberg/Lech 1990, S. 32.

¹⁰ Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 29.

¹¹ So auch Empfehlung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Empfehlung der Kommission vom 3.4.1996 betreffend die Definition der kleinen und mittleren Unternehmen, S. 4.

Institution bzw. Gesetz	Abgrenzungsmerkmale
§ 267 Abs. 2 HGB; Grenze für mittelgroße Kapitalgesellschaften	1. Bilanzsumme < 15.500.000 DM pro Jahr; 2. Umsatz < 32.000.000 DM pro Jahr; 3. < 250 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt (zwei Kriterien dürfen nicht überschritten werden)
§ 1 Abs. 1 PublG; Publizitätspflicht für große Unternehmen	1. Bilanzsumme > 125.000.000 DM pro Jahr; 2. Umsatz > 250.000.000 DM pro Jahr; 3. > 5.000 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt (zwei Kriterien müssen in den vergangenen drei Geschäftsjahren überschritten worden sein)
Empfehlung der EU-Kommission vom 3.4.1996 betreffend die Definition der kleinen und mittleren Unternehmen	1. weniger als 250 Beschäftigte; 2. Jahresumsatz von höchstens 40 Mio. ECU oder Jahresbilanzsumme von höchstens 27 Mio. ECU; 3. Unabhängigkeit von Großunternehmen (Kapitalbeteiligung geringer als 25 %)
Institut für Mittelstandsforschung, Bonn	Weniger als 500 Beschäftigte und Umsatz von weniger als 100 Mio. DM (für Einzelhandel, Verkehr- und Nachrichtenübermittlung, Dienstleistungen von Unternehmen und Freie Berufe: Umsatz weniger 25 Mio. DM) ¹³
Förderprogramm „Forschung und Entwicklung in kleinen und mittleren Unternehmen“ des Bundesforschungsministeriums	Teilnahmeberechtigt sind Unternehmen mit weniger als 500 Beschäftigten; für Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten gelten günstigere Förderungsbedingungen. In den neuen Bundesländern liegt die Grenze für die Förderung bei 1.000 Beschäftigten; günstigere Konditionen gelten bei Unternehmen mit bis zu 500 Beschäftigten ¹⁴
Mittelstandsprogramm der Kreditanstalt für Wiederaufbau	Kleine und mittlere Unternehmen haben weniger als 1 Mrd. Jahresumsatz. Für Unternehmen mit weniger als 100 Mio. DM Umsatz gelten günstigere Konditionen. ¹⁵
Bundesverband mittelständischer Wirtschaft, Bonn	Großbetriebe haben mehr als 500 Arbeitnehmer ¹⁶

Tab. 2.1: Ausgewählte Quantitative Abgrenzungen der kleinen und mittleren Unternehmen von Großunternehmen

¹³ Vgl. o.V.: Unternehmensgrößenstatistik 1997/98 - Daten und Fakten -, bearbeitet vom Institut für Mittelstandsforschung, Studienreihe des Bundesministeriums für Wirtschaft Nr. 96, Bonn 1997, S. 15.

¹⁴ Vgl. ebenda, S. 8.

¹⁵ Vgl. ebenda.

¹⁶ Vgl. Bundesverband mittelständischer Wirtschaft: Die Bedeutung der mittelständischen Wirtschaft, unveröffentlichtes Manuskript, o.O., o. Jg., S.2.

mehr als 99 % der Unternehmen in der EU unterschritten wird.¹⁷ Die Abgrenzung einer großen Gruppe spricht aber nicht per se gegen die Verwendung dieses Kriteriums.

Eine quantitative Abgrenzung ist in jedem Fall in gewissem Maße willkürlich. Ein Unternehmen mit 250 Mio. DM Umsatz ist sicher nicht anders zu beurteilen, als ein Unternehmen mit 251 Mio. DM Umsatz.¹⁸ Aus diesem Grund kann eine quantitative Abgrenzung für diese Untersuchung nicht ausreichend sein. Trotzdem ist ein quantitatives Merkmal als Obergrenze festzulegen, um das Begriffspaar „klein und mittel“, das quantitative Kennzeichen beschreibt, abzustecken. Da es ein weit verbreitetes Kriterium zur Abgrenzung ist (siehe Tabelle 2.1), wird im folgenden die Obergrenze von 500 Mitarbeitern für kleine und mittlere Unternehmen festgesetzt. Damit ist der quantitative Aspekt für die Definition von kleinen und mittleren Unternehmen abgedeckt.

2.2.3 Qualitative Merkmale

Im folgenden werden qualitative Aspekte diskutiert, die die Wesensverschiedenheit von kleinen und mittleren Unternehmen abbilden sollen.

Ein kleines und mittleres Unternehmen sollte rechtlich selbständig sein. Damit sind unselbständige Filialbetriebe ausgeschlossen. Aber auch eine wirtschaftliche Selbständigkeit sollte gegeben sein. Konzernabhängige Unternehmen sind durch die Einbindung in den Konzern (Leistungsbeziehungen, Berichtswesen, Entscheidungen durch die Muttergesellschaft etc.) nicht mit unabhängigen kleinen und mittleren Unternehmen vergleichbar.¹⁹ Problematisch ist die Einordnung von Franchise-Unternehmen²⁰, die nur in einem Verbund überleben können.²¹ Diese Unternehmen sind nur unter Vorbehalt in die Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen

¹⁷ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Empfehlung der Kommission vom 3.4.1996 betreffend die Definition der kleinen und mittleren Unternehmen, S. 5.

¹⁸ Vgl. Osteryoung, J. S./Newman, D.: What is a Small Business?, The Journal of Small Business Finance, 2. Jg. (1993/94), S. 226. Siehe auch o.V.: Nicht reden, sondern handeln - Interview mit dem Unternehmer Jan B. Berentzen, Wirtschaftsmagazin erfolgreich selbständig, 20. Jg. (1996), Nr. 4, S. 8. Berentzen ordnet seine Unternehmensgruppe (950 Mitarbeiter, 1 Mrd. DM Umsatz) aufgrund von „Gruppenstruktur, Organisation,... Entscheidungswege(n) und andere(r) Charakteristika“ in die Gruppe der mittelständischen Unternehmen ein.

¹⁹ Vgl. Bundesverband mittelständischer Wirtschaft: Die Bedeutung..., a.a.O., S. 1; anders: Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 18.

²⁰ Vgl. zu Franchising ausführlich Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business Management, 5th Ed., New York u.a. 1993, S. 158ff.

²¹ Vgl. Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag kleiner und mittlerer Unternehmen zur Beschäftigungsdynamik: Realität oder Fehlinterpretation von Statistiken?, ZfB, 66. Jg. (1996), S. 550f.

einzuordnen, da sie wirtschaftlich nicht selbständig sind und außerhalb ihres Verbundes in vielen Fällen nicht überleben könnten.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich oft das Abgrenzungskriterium, daß kleine und mittlere Unternehmen keinen Zugang zur Börse haben.²² So schreibt *Ang*: „The simplest definition of a small firm is, that it is privately held.“²³ Es zeichnet sich allerdings eine Entwicklung ab, mehr kleineren Unternehmen als bislang einen Zugang zur Börse zu ermöglichen.²⁴ Diese Entwicklung steht jedoch erst am Anfang. Die Abgrenzung „börsennotiert“ – „nicht börsennotiert“ macht zudem für diese Arbeit Sinn, da börsennotierte Unternehmen hinsichtlich der Unternehmensbewertung anders behandelt werden können als nicht börsennotierte Unternehmen (vgl. Kapitel 3.5.2.3).

Dieses Kriterium soll hier um ein weiteres ebenfalls in der Literatur²⁵ oft verwendetes Abgrenzungskriterium erweitert werden: Der Einheit von Eigentum und Unternehmensführung. Damit ist der Unternehmer die zentrale Figur der kleinen und mittleren Unternehmen.²⁶ Er prägt das Unternehmen und ist damit auch ein wertbeeinflussender Faktor, auf den im folgenden weiter eingegangen werden muß. Diese Merkmale implizieren noch ein weiteres Merkmal von kleinen und mittleren Unternehmen: das Unternehmen ist für den Eigentümer-Unternehmer eine wichtige Existenzgrundlage.²⁷

²² Vgl. Osteryoung, J. S./Newman, D.: What is a Small Business?, a.a.O., S. 226; Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung in Familienunternehmen des verarbeitenden Gewerbes, Frankfurt/M. u.a. 1996, S. 24; Neus, W.: Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmen, Wiesbaden 1995, S. 2f.

²³ Ang, J. S.: On the Theory of Finance for Privately Held Firms, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1 (1991/92), S. 185.

²⁴ Dies soll zum einen durch die Einführung der sogenannten „kleinen AG“ geschehen. Vgl. Seibert, U./Köster, B.-K.: Die kleine AG. Gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche Aspekte, 2. Auflage, Köln 1995; Ammon, L./Görlitz, S.: Die kleine Aktiengesellschaft, Bielefeld 1995. Zum anderen hat die Deutsche Börse AG das Marktsegment des „Neuen Marktes“ speziell für kleinere Unternehmen geschaffen. Vgl. ausführlich Kapitel 2.3.3 dieser Arbeit.

²⁵ Vgl. z.B. Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen durch aktive Privatinvestoren, Baden-Baden 1992, S. 13; Hamer, E.: Unternehmensführung, in: Pfohl, H.-C.: Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 45; Piltz, D. J.: Die Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 50; Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung..., a.a.O., S. 24; Bundesverband mittelständischer Unternehmen: Die Bedeutung..., a.a.O., S. 1; Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 14; Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre für Klein- und Mittelunternehmen, 2. Auflage, München u.a. 1996, S. 18.

²⁶ Vgl. Hake, T.: Die kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland - Ähnlich gelagerte Probleme und Chancen, *Schweizer Treuhänder*, 70. Jg. (1996), S. 967.

²⁷ Vgl. Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen..., a.a.O., S. 13; Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 23.

Ein kleines und mittleres Unternehmen im Sinne dieser Arbeit ist demnach:

- Ein rechtlich und wirtschaftlich (konzernunabhängiges) selbständiges Unternehmen
- mit weniger als 500 Beschäftigten,
- bei dem es einen Eigentümer-Unternehmer gibt, für den das Unternehmen eine wichtige Existenzgrundlage darstellt, und
- das keinen Zugang zur Börse hat.

Aus dieser Definition ergeben sich Implikationen für das Wesen der kleinen und mittleren Unternehmen, die im folgenden diskutiert werden sollen.

2.3 Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen

2.3.1 Bedeutung des Unternehmers

Die Wirtschaftswissenschaften haben lange Zeit den Unternehmer als Faktor in ihrer Analyse von Unternehmen ausgeblendet.²⁸ Diese Art der Analyse wird von *Baumol* verglichen mit einer literaturwissenschaftlichen Diskussion mit gewichtiger Einschränkung: „...the Prince of Denmark has been expunged from the discussion of Hamlet.“^{29,30}

Die Rolle des Unternehmers in kleinen und mittleren Unternehmen ist aber sehr wichtig. Aus diesem Grund muß er auch in einer betriebswirtschaftlichen Analyse, wie beispielsweise der Unternehmensbewertung, berücksichtigt werden. In den vergangenen Jahren hat sich v.a. die Forschungslinie des „Entrepreneurship“-

²⁸ Vgl. Thurik, R.: Small Firms, Entrepreneurship and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy, Oxford 1996, S. 144; Ripsas, S.: Towards an Interdisciplinary Theory of Entrepreneurship, Small Business Economics, 10. Jg. (1998), S. 104.

²⁹ Baumol, W. J.: Entrepreneurship in Economic Theory, AER, 58. Jg. (1968), S. 66.

³⁰ Die gleiche Metapher wird von *Schumpeter* sehr viel früher in anderem Zusammenhang gebraucht: Die entscheidende Konkurrenz des Detailhandels sind Warenhaus, Kettengeschäft, Postversandgeschäft und Warenhalle (supermarket). Eine Analyse, die diese Konkurrenz vernachlässigt, ist „wie ein Hamlet ohne Dänenprinzen.“ Zitiert nach: Schumpeter, J. A.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 7. Auflage, Tübingen u.a. 1993 (Original: Capitalism, Socialism and Democracy, New York 1942).

Ansatzes³¹ um die Integration der Unternehmerpersönlichkeit in die betriebswirtschaftliche Analyse verdient gemacht. Mit der wissenschaftlichen Wiederentdeckung des Unternehmers ist ein steigendes Ansehen des Unternehmers und seiner Funktion in der Öffentlichkeit zu erkennen.³²

Trotz der langen Abstinenz des Unternehmers aus der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie hat die Beschäftigung mit der Unternehmerpersönlichkeit eine lange Tradition. Sie hat die meisten klassischen Ökonomen beschäftigt.³³ Der erste Ökonom, der die Bedeutung des Unternehmers zum Ausdruck brachte, war *Cantillon* (1680-1734) in seinem „Essai sur la nature du commerce en général“³⁴, das 1755 postum erschienen ist.

Nach *Cantillon* sind Unternehmer Personen, die auf Märkten auf eigenes Risiko agieren mit dem Ziel, Gewinn zu machen. Dabei ist das zentrale Problem die Unsicherheit. Der Unternehmer kauft Güter und Leistungen zu einem sicheren Preis, mit denen er neue Güter und Leistungen produziert, die er zu einem unsicheren Preis verkauft. Die Differenz ist der Gewinn oder Verlust.³⁵ Der Gewinn schwankt also mit den Preisen, die für die hergestellten Produkte auf dem Markt Erlöst werden können. Mit diesem Konzept liefert *Cantillon* auch einige wichtige Hinweise für die Person des Unternehmers in kleinen und mittleren Unternehmen der heutigen Zeit:

- Die Übernahme des Risikos auf eigene Rechnung impliziert das Zusammenfallen von Eigentum und Unternehmensführung.

³¹ Vgl. für eine Übersicht über Forschungsaktivitäten im Entrepreneurship Bereich in Deutschland Klandt, H.: Zum Stand der akademischen Forschung im Bereich der Kleinen und Mittleren Unternehmen und der Unternehmensgründung in Deutschland, in: Pleitner, H. J.: Bedeutung und Behauptung der KMU in einer neuen Umfeldkonstellation. Beiträge zu den Rencontres de St. Gall 1996, S. 133ff. Eine Übersicht über den Entrepreneurship Ansatz in Dänemark geben Axelson, L./Rind Christensen, P.: How Entrepreneurial is the research in small business and entrepreneurship in Denmark, Working Paper 1996/1, Centre for Small Business Studies, Southern Denmark Business School, Kolding 1996. Empirische Untersuchungen aus dem Entrepreneurship Ansatz werden zusammengefasst bei Wortmann jr., M. S.: Entrepreneurship: An Integrating Typology and Evaluation of the Empirical Research in the Field, Journal of Management, Vol. 13 (1987), S. 259ff.

³² Vgl. o.V.: Besseres Image für Unternehmer, Uni-Magazin, 20. Jg. (1997), Nr. 5, S. 66.

³³ Übersichten über historische Unternehmertheorien finden sich bei: Bull, I./Willard, G.: Towards a Theory of Entrepreneurship, in: Bull, I./Howard, T./Willard, G. (Ed.): Entrepreneurship, Kidlington 1995, S.1ff.; Cuevas, J. G.: Towards a Taxonomy of Entrepreneurial Theories, International Small Business Journal, 12. Jg. (1993/94), Nr. 4, S. 77ff.; Chell, E. H./Haworth, J./Brearly, S.: The entrepreneurial personality - Concepts, cases and categories, London u.a. 1991; Hébert, R. F./Link, A. N.: In Search of the Meaning of Entrepreneurship, Small Business Economics, 1. Jg. (1989), S. 39ff.; Redlich, F.: Unternehmer, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, hrsg. von Beckrath, E. v./Bente, H. et al., Tübingen 1959, Bd. 10, S. 486ff.

³⁴ Cantillon, R.: Essai sur la nature du commerce en général, edited and translated by H. Higgs, London 1931.

³⁵ Vgl. Hébert, R. F./Link, A. N.: In Search..., a.a.O., S. 42.

- Dadurch, daß der Unternehmensleiter gleichzeitig Eigentümer ist, wird er sich anders verhalten als ein im Unternehmen nicht finanziell engagierter Unternehmensleiter.
- Die Unsicherheit ist das entscheidende Problem des Unternehmers, mit dem er umgehen muß (das damit auch Bedeutung für die Unternehmensbewertung hat).
- Die Bereitschaft des Unternehmers, Risiko zu übernehmen, ist konstitutiv für die Entstehung und den Bestand des Unternehmens.

Festzuhalten bleibt die wichtige Rolle, die der Unternehmer für das Unternehmen hat, und die Betonung der Einheit von Eigentum und Unternehmensführung.

In einer solchen Konstellation verschmelzen die persönlichen Ziele und die Unternehmensziele miteinander. Der Unternehmer bestimmt die Ziele des Unternehmens und übt Macht aus, um sie in seinem Unternehmen durchzusetzen. Dabei wird er nicht nur finanzielle Ziele - Erzielung von Gewinn - sondern auch seine persönlichen nichtfinanziellen (metaökonomischen) Zielsetzungen in seinem Unternehmen durchzusetzen versuchen. So kann der Unternehmer nach erfolgter langfristiger Deckung seines finanziellen Grundbedarfs die Selbstverwirklichung in den Mittelpunkt der Unternehmensziele stellen.³⁶ Der Eigentümer-Unternehmer prägt Unternehmenskultur und -strategie und kann mit einem Präferenzwechsel und falschen Schwerpunktsetzungen folglich auch den Bestand des Unternehmens gefährden.³⁷

Mit der Festsetzung der strategischen Ausrichtung des Unternehmens geht auch die Alleinverantwortung für das Unternehmen einher. Probleme, Streitfragen und Entscheidungen konzentrieren sich bei der Person des Unternehmers.³⁸ Damit hat er die Übersicht über die Entwicklungen im Unternehmen und prägt sie entscheidend mit. Dabei ist die Intensität des Einflusses unter anderem abhängig von der Größe des Unternehmens. Hier erweist sich die in dieser Arbeit zur Abgrenzung von kleinen

³⁶ Ein solches Verhalten würde der Bedürfnispyramide von Maslow entsprechen. Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 357f.

³⁷ Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 138ff.

³⁸ Vgl. Hamer, E.: Unternehmensführung, a.a.O., S. 57. Die mangelnde Fähigkeit zur Delegation von Entscheidungen stellt Börstler, B.: Zur Personalsituation in mittelständischen Betrieben des Produzierenden Gewerbes: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, Göttingen 1982, S. 126 fest. Siehe zu diesem Problemkomplex auch Fröhlich, W./Braun, B.: Zukunftsperspektive Personalmanagement in Kleinen und Mittleren Unternehmen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.): Value Development, Frechen-Königsdorf 1998, S. 148ff.

und mittleren Unternehmen herangezogene Kennzahl „Mitarbeiter“ als guter Indikator. Je mehr Mitarbeiter ein Unternehmen hat, desto weniger prägend wird der Einfluß der Unternehmerpersönlichkeit auf die strategische Ausrichtung und die operativen Tätigkeiten des Unternehmens werden. Ein Unternehmen mit weniger als 10 Beschäftigten, etwa ein kleiner Handwerksbetrieb, bei dem der Unternehmer selber mitarbeitet, weist ceteris paribus eine sehr viel stärkere Personenbezogenheit auf als ein mittelständischer Industriebetrieb mit mehr als 100 Beschäftigten. Allerdings kann ein größeres mittelständisches Unternehmen aufgrund seiner Organisationsstruktur und der Persönlichkeit des Unternehmers im Einzelfall auch eine hohe Intensität der Personenbezogenheit aufweisen, beispielsweise ein Technologiebetrieb, bei dem der Unternehmer gleichzeitig der Entwickler von neuen Produkten ist.

Die prägende Position des Unternehmers führt dazu, daß Unternehmer und Unternehmen nicht getrennt voneinander betrachtet werden dürfen. Person und Organisation sind aufeinander angewiesen. Das liegt v.a. daran, daß der Unternehmer i.d.R. nur mit seinem Einverständnis (zu Lebzeiten) ausgewechselt werden kann.³⁹ Allerdings können Gläubiger (insbesondere Banken) das Einverständnis auch erzwingen. Dann wird sich das Unternehmen wahrscheinlich aber bereits in einer Krise befinden. Selbst wenn der Unternehmer freiwillig ausscheidet, ist ein Verkauf nur dann sinnvoll, wenn das Unternehmen auch ohne den Unternehmer überlebensfähig ist.⁴⁰ Wenn die Verbindungen so intensiv sind, daß das Unternehmen nur mit diesem Unternehmer funktioniert, weil er z.B. persönliche Kontakte zu den Kunden hat, ohne die ein Fortbestehen der Geschäftsverbindungen unrealistisch ist, ist ein Verkauf unmöglich.

Die starke Stellung des Unternehmers kommt auch durch die Rechtsformwahl in den meisten kleinen und mittleren Unternehmen zum Ausdruck. Sie werden überwiegend in den personenbezogenen Rechtsformen Einzelunternehmung und Personengesellschaft (OHG, KG) geführt.⁴¹

³⁹ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 41.

⁴⁰ Vgl. Humpert, F. W.: Unternehmensakquisition - Erfahrungen beim Kauf von Unternehmen, DBW, 45. Jg. (1985), S. 32.

⁴¹ Vgl. o.V.: Unternehmensgrößenstatistik..., a.a.O., S. 93ff.

Aus diesen Ausführungen ergibt sich die Notwendigkeit, die Person des Unternehmers auch bei einer Unternehmensanalyse zu berücksichtigen. *Burger*⁴² fordert die Berücksichtigung der Merkmale der Unternehmerpersönlichkeit in der Bonitätsbeurteilung von kleinen und mittleren Unternehmen, weil der Jahresabschluß wegen des Einflusses des Unternehmers auf Erfolg und Mißerfolg nur begrenzt aussagefähig ist.

Auch in der Unternehmensbewertung muß der Einfluß des Unternehmers beachtet werden. Gerade beim Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens ist dies von entscheidender Bedeutung. Hier scheidet der bisher prägende Unternehmer aus seinem Unternehmen aus und wird ersetzt durch einen neuen prägenden Unternehmer (den Käufer). Folglich müssen bei der Unternehmensbewertung aus Anlaß des Kaufs bzw. Verkaufs von kleinen und mittleren Unternehmen sogar zwei Unternehmerpersönlichkeiten, die des potentiellen Käufers und die des potentiellen Verkäufers, beachtet werden. Ihre persönlichen Merkmale sind auch ein wichtiger Faktor für den Unternehmenswert. Obgleich die Forderung der Einbeziehung der Unternehmerpersönlichkeit in die Unternehmensbewertung immer wieder erhoben wird⁴³ bzw. das Unbehagen über seine Nichtberücksichtigung zum Ausdruck gebracht wird⁴⁴, fehlen Konzepte, die dies leisten.

Eine besondere Form der kleinen und mittleren Unternehmen ist das Familienunternehmen, bei der sich die Mehrheit des Kapitals nicht in der Hand einer Einzelperson, sondern einer Unternehmerfamilie befindet. Hier gibt es neben den Familienmitgliedern, die die Unternehmerfunktion wahrnehmen, noch andere Familienmitglieder, die in der Position des Kapitaleigners sind.⁴⁵ Grundsätzlich gelten für diese Art der Unternehmung die gleichen Kennzeichen hinsichtlich der Unternehmerpersönlichkeit. Allerdings besteht zusätzlich die Gefahr, daß es zu Interessenkonflikten zwischen den beiden Arten von Eignern - solchen mit Beteiligung an der Unternehmensführung und solchen ohne - kommt, die die

⁴² Vgl. Burger, A.: Jahresabschlußanalyse, München u.a. 1995, S. 257.

⁴³ Vgl. Maltry, H./Löttgert, I.: Bewertung mittelständischer Unternehmen: Bewertungskonzeption und Besonderheiten, steuern + gewerbe, o. Jg. (1994), Heft 3, S. 20; Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis, ZfbF, 47. Jg. (1995), S. 513; Helbling, C.: Bewertung von KMU - Grundsätze und Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 936.

⁴⁴ Vgl. Zimmerer, C.: Ertragswertgutachten - Eine Polemik, DBW, 48. Jg. (1988), S. 418.

⁴⁵ Vgl. Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung..., a.a.O., S. 23; von Schultendorff, D.: Fremdmanager in Familienunternehmen, Konstanz 1984, S. 7.

Unternehmensführung und letztlich auch den Unternehmensverkauf erschweren können.

2.3.2 Besonderheiten der Unternehmensführung

Die zentrale Stellung des Unternehmers hat Konsequenzen für Unternehmensführung und Unternehmensstruktur bei kleinen und mittleren Unternehmen.

So bringt die Bedeutung des Unternehmers in dem Unternehmen eine stärkere Übereinstimmung von Unternehmenszielen und persönlichen Zielen des Unternehmers mit sich. Das Unternehmen ist ein Mittel zur Zielerreichung für den Unternehmer. Die STRATOS (Strategic orientations of small and medium-sized enterprises) Studie⁴⁶, eine empirische Untersuchung zum strategischen Verhalten bei 1.132 Unternehmen der Branchen Bekleidung/Textil, Nahrungsmittel und Elektronik aus acht europäischen Ländern, ermittelte die folgenden wichtigsten Ziele der befragten Unternehmer:⁴⁷

- Freude an der Arbeit,
- gute Produkte herstellen,
- persönliche Unabhängigkeit,
- finanzielle Unabhängigkeit,
- Selbstverwirklichung.

Man erkennt, daß metaökonomische Ziele wie Freude und Selbstverwirklichung sehr wichtig sind. Die zweite wichtige Komponente ist die Unabhängigkeit von äußerem Einfluß. Diese beiden Komponenten finden sich auch wieder bei den Zielen des Unternehmens:⁴⁸

- Überleben,
- Gewinn,
- Produktqualität,
- finanzielle Unabhängigkeit,
- Wachstum.

⁴⁶ Vgl. Bamberger, I./Pleitner, H. J. (Hrsg.): Strategische Ausrichtung kleiner und mittlerer Unternehmen, Berlin 1988 (IGA Sonderheft 2).

⁴⁷ Vgl. ebenda, S. 61.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 65.

Es wird deutlich, daß es falsch wäre, eine ausschließliche Verfolgung des Gewinnzieles zu unterstellen. Durch das stärkere Zusammenfallen von privater und unternehmerischer Sphäre, werden andere, nicht unbedingt ökonomische, Ziele bei kleinen und mittleren Unternehmen wichtiger. Allerdings kann man die plausible Annahme treffen, daß die emotionale Bindung an das Unternehmen im Zeitablauf (Generationenfolge) eher abnimmt.⁴⁹

Die Verfolgung metaökonomischer Ziele findet auch bei größeren Unternehmen statt. Manager maximieren ihre Nutzenfunktion, die auch andere Elemente als Gewinnmaximierung enthält.⁵⁰ Dies steht im Widerspruch zu den Interessen der Anteilseigner, die die ihnen zustehenden Ausschüttungen maximieren wollen. Dieses sogenannte Principal-Agent Problem⁵¹ tritt bei kleinen und mittleren Unternehmen nicht in dem Maße auf. Durch die Identität von Eigentum und Unternehmensführung ist die Verfolgung metaökonomischer Ziele legitim. Aus diesem Grund sind die Methoden der externen Kontrolle durch die Anteilseigner, wie sie in der betriebswirtschaftlichen Literatur intensiv diskutiert werden, für kleine und mittlere Unternehmen eher unbedeutend⁵² (vgl. auch Kapitel 3.3.2.3 dieser Arbeit). Probleme treten allerdings auf, wenn Minderheitsgesellschafter existieren, die die Unternehmensstrategie nicht mitbestimmen können.

Neben der anderen strategischen Ausrichtung sind auch Unterschiede in der Art und Weise feststellbar, wie kleine und mittlere Unternehmen diese Ziele zu verwirklichen suchen.

Viele Autoren konstatieren eine „Planungslücke“⁵³ in kleinen und mittleren Unternehmen. Planungen seien oft nicht dokumentiert und betriebswirtschaftliche Methoden der strategischen Planung würden nicht angewendet. Größere

⁴⁹ Vgl. Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung..., a.a.O., S. 49.

⁵⁰ Vgl. Aiginger, K./Tichy, G.: Small Firms and the Merger Mania, Small Business Economics, 3. Jg. (1991), S. 89.

⁵¹ Vgl. zum Principal-Agent Problem z.B. Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), S. 288ff., Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305ff.

⁵² Vgl. Storey, D. J.: Understanding the Small Business Sector, London u.a. 1994, S. 11.

⁵³ Kirschbaum, G./Naujoks, W.: Planung im Kleinbetrieb, in: Handwörterbuch der Planung, hrsg. von Szyperski, N., Stuttgart 1989, Sp. 829. Ähnliche Aussagen finden sich bei Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 120; Graf von Faber-Castell, A./Steinmann, H.: Probleme strategischer Unternehmensführung in einem Mittelbetrieb - Ein Erfahrungsbericht, ZfB, 53. Jg. (1983), S. 1069; Risseuw, P./Masurel, E.: The Role of Planning in Small Firms: Empirical Evidence from a Service Industry, Small Business Economics, 6. Jg. (1994), S. 314.

Unternehmen planen mehr, intensiver und methodisch fundierter als kleinere Unternehmen.

Empirische Erhebungen haben ergeben, daß Unternehmen, die betriebswirtschaftliche Methoden der strategischen Planung einsetzen, erfolgreicher sind als solche, die nicht planen.⁵⁴ Man müßte also davon ausgehen, daß kleine und mittlere Unternehmen weniger erfolgreich sind als Großunternehmen.

Obgleich es einen Zusammenhang zwischen Planung und Erfolg gibt, stellt man fest, daß auch die nicht planenden kleinen und mittleren Unternehmen mit Erfolg arbeiten und langfristig überleben. Ein Grund dafür könnte sein, daß die strategische Planung nicht explizit durchgeführt wird, sondern nur im Kopf des Unternehmers existiert. Dies könnte seinen Grund in der Konzentration der Funktion der Unternehmensführung auf die Person des Unternehmers haben.⁵⁵ Aus diesem Grund können stark formalisierte betriebswirtschaftliche Methoden für kleine und mittlere Unternehmen oft auch nicht angemessen sein. Dies macht die Unternehmensanalyse, die im Rahmen einer Unternehmensbewertung durchgeführt werden muß, allerdings schwieriger. Mangelnde Unterlagen erschweren Aussagen über die Zukunftsaussichten des Unternehmens.

Als größter Vorteil der kleinen und mittleren Unternehmen im Verhältnis zu Großunternehmen wird oft die Schnelligkeit und Flexibilität der Entscheidungsfindung, die durch zentralisierte Entscheidungen und informelle Organisationsstruktur möglich wird, genannt.⁵⁶ Diese Schnelligkeit kann auch ein weiterer Grund für die geringe Bedeutung der strategischen Planung sein. Kleinere Unternehmen können auf Umweltveränderungen später als größere angemessen reagieren. Formalisierte Planungsmethoden könnten diese Flexibilität sogar

⁵⁴ Vgl. Bracker, J. S./Pearson, J. N.: Planning and Financial Performance of Small Mature Firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 7 (1986), S. 503ff. Die Autoren stellen einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Einsatz von Planungsinstrumenten und Unternehmenserfolg bei Wäschereien im Südosten der USA fest. Untersuchungen, die zu ähnlichen Ergebnissen kommen finden sich bei Rehkugler, H.: Erfolgsfaktoren..., a.a.O., S. 630; Storey, D. J.: Understanding..., a.a.O., S. 218; Armstrong, J. S.: The Value of Formal Planning for strategic decisions: Review of Empirical Research, *Strategic Management Journal*, Vol. 3 (1982), S. 197ff.; Rhyne, L. C.: The Relationship of Strategic Planning to Financial Performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 7 (1986), S. 423ff.

⁵⁵ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 120.

⁵⁶ Vgl. Aiginger, K./Tichy, G.: Small Firms..., a.a.O., S. 90; Julien, P.-A.: Small Businesses..., a.a.O., S. 158; Bamberger, I.: Business Policy Planning in Small and Medium-Sized Firms, *mir*, 20. Jg. (1980), S. 32; Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 93.

mindern.⁵⁷ Umweltveränderungen müssen nicht antizipiert werden, da die Reaktionen darauf keinen so großen Vorlauf benötigen, wie es bei Großunternehmen mit ihren formalisierten und langen Entscheidungswegen der Fall ist. Dies schließt aber nicht aus, daß kleinere Unternehmen (noch) erfolgreicher geführt werden könnten, wenn auch sie Methoden der strategischen Planung einsetzen würden, obwohl wahrscheinlich die strategische Planung bei größeren Unternehmen relativ stärker wirkt als bei kleineren Unternehmen.⁵⁸

Ähnliche Probleme wie bei der strategischen Planung ergeben sich auch bei der Betrachtung des Rechnungswesens der kleinen und mittleren Unternehmen. Auch hier gibt es oft nur eine geringe Dokumentation, mit der die gesetzlich geforderten Mindeststandards gerade eingehalten werden.⁵⁹ Stellt ein Unternehmen nur eine Steuerbilanz auf, ergeben sich für den Unternehmensanalysten erhebliche Probleme. Die Steuerbilanz enthält Sonderregelungen, die aus dem Lenkungszweck (Schaffung von Arbeitsplätzen, Förderung von Maßnahmen der Unternehmen zum Umweltschutz etc.) der Besteuerung entspringen. Dadurch ist die Steuerbilanz keine betriebswirtschaftlich exakte Abbildung des Unternehmens und als Grundlage für eine Unternehmensanalyse nur bedingt geeignet. Die mangelnde Dokumentation des Rechnungswesens und der Zielkonflikt zwischen Rechnungslegung und Unternehmensbewertung erschwert mithin die Aufgaben des Bewerter.⁶⁰

Eine weitere Besonderheit bei kleinen und mittleren Unternehmen ist die oft beobachtete⁶¹ Fokussierung auf ein Produkt. Eine Risikodiversifikation innerhalb des Unternehmens findet nicht statt. Dies führt dazu, daß das unternehmensspezifische Risiko erhöht wird.

⁵⁷ Vgl. Ackelberg, R./Arlow, P.: Small Businesses do plan and it pays off, Long Range Planning, No. 5, Vol. 18 (1985), S. 62f.

⁵⁸ So auch Löffler, C.: Die Wirkung der strategischen Planung auf den Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1995, S. 134ff.

⁵⁹ Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 115; Bamberger, I.: Business Policy..., a.a.O., S. 31; Julien, P.-A.: Small Businesses..., a.a.O., S. 158.

⁶⁰ Vgl. Humpert, F. W.: Unternehmensakquisition..., a.a.O., S. 38.

⁶¹ Vgl. z.B. El-Namaki, M. S. S.: Small Business - The Myths and the Reality, Long Range Planning, Vol. 23 (1990), No. 4, S. 82.

2.3.3 Besonderheiten der Finanzwirtschaft

Der Eigentümer-Unternehmer hat i.d.R. in seinem Unternehmen einen großen Teil seines Kapitals, inklusive des Humankapitals, gebunden.⁶² Damit ist das Unternehmen seine hauptsächliche Einnahmequelle für den Lebensunterhalt. Die Abhängigkeit vom Unternehmen ist groß. Wird das Unternehmen insolvent, ist dies - neben dem Wegfall seiner hauptsächlichen Einnahmequelle - i.d.R. mit langfristigen Zahlungsverpflichtungen verbunden. Eine andere Konsequenz ist, daß der Eigentümer-Unternehmer regelmäßig nur ein Portefeuille hat, das wenig oder gar nicht diversifiziert ist. Damit ist er nicht in der Situation, die die Kapitalmarkttheorie - basierend auf dem Portfolio-Ansatz von *Markowitz*⁶³ - voraussetzt. Er verfügt über keine breit gestreuten Anlagen in verschiedenen Bereichen, die das bereichsspezifische Risiko irrelevant werden lassen. Der Eigentümer muß wegen fehlender Diversifizierung auch ein erhebliches unsystematisches Risiko tragen, das er grundsätzlich wegdiversifizieren könnte.⁶⁴ Aus Sicht des Eigentümer-Unternehmers sind daher die Methoden der modernen Kapitalmarkttheorie, die auch immer stärker in die Unternehmensbewertung Eingang finden, nicht oder nur unter Modifikationen anwendbar (vgl. ausführlicher 3.5.2.3.2).

Kleine und mittlere Unternehmen verfügen über geringere Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung als größere Unternehmen. Primäre Quelle sind dabei die eigenen Mittel des Unternehmers. Sehr wichtig sind darüber hinaus informelle Kapitalquellen, die abseits der organisierten Kapitalmärkte liegen. Dies sind Freunde, Verwandte und Geschäftspartner. Insgesamt ist ihr Beitrag zur Finanzierung kleinerer Unternehmen von großem Gewicht.⁶⁵ Bei der Fremdkapitalbeschaffung haben kleine und mittlere Unternehmen gegenüber den Banken nur ein geringes Machtpotential, was dazu führt, daß sie meist höhere Zinsen für Kredite bezahlen müssen als Großunternehmen mit gleicher Risikoexposition.⁶⁶ Da der Kapitalbedarf bei kleineren Unternehmen eher Schwankungen unterliegt und es ausgeprägtere Spitzenbedarfe

⁶² Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 381; Ang, J. S.: Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, Journal of Small Business Finance, 1. Jg. (1991/92), S. 2.

⁶³ Vgl. Markowitz, H. M.: Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol. 7 (1952), No. 3, S. 77ff.

⁶⁴ Vgl. Neus, W.: Zur Theorie..., a.a.O., S. 3.

⁶⁵ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 420.

⁶⁶ Vgl. Wossidlo, P. R.: Probleme und Instrumente der finanziellen Führung in mittleren Unternehmungen, BFuP, 34. Jg. (1982), S. 447.

gibt, sind sie stärker auf Kreditfinanzierungen angewiesen.⁶⁷ Die diskontinuierliche Investitionstätigkeit mit ihren Spitzenbedarfen ist auf Unteilbarkeiten der Investitionsobjekte zurückzuführen. Kapazitäten können nicht schrittweise, sondern nur sprunghaft aufgebaut werden, was bei kleineren Einheiten stärker ins Gewicht fällt.⁶⁸

Eine weitere wichtige Finanzierungsquelle für Unternehmen sind Pensionsrückstellungen. Die langfristig im Unternehmen verbleibenden Rückstellungen stellen eine wichtige Quelle der Fremdfinanzierung dar. Bei kleinen und mittleren Unternehmen schwanken jedoch die Bedarfe sehr stark, der im Unternehmen verwendbare Sockelbetrag ist nur gering. Die Möglichkeiten, Fremdfinanzierung durch Pensionsrückstellungen zu betreiben, ist mithin stark eingeschränkt.⁶⁹

In dieser Untersuchung ist die Betrachtung von an der Börse notierten Unternehmen definitionsgemäß ausgeschlossen worden. Dies steht mit den meisten anderen Untersuchungen in Einklang, die für den überwiegenden Teil der kleinen und mittleren Unternehmen keine Börsentauglichkeit unterstellen.⁷⁰ Zukünftig könnte sich dies ändern. Zum einen durch das in der jüngsten Zeit vergrößerte Interesse der Öffentlichkeit an der Börse. Zum anderen kann die Verbesserung auch durch den „Neuen Markt“⁷¹ - als Börsensegment speziell für jüngere kleine und mittlere Unternehmen - eintreten.

Die schwierigere Finanzierungssituation bei kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland zeigt sich auch an der vergleichsweise geringen Eigenkapitalquote. Tabelle 2.2 zeigt die Eigenkapitalquoten (Eigenkapital in % der Bilanzsumme) nach Umsatzklassen.

⁶⁷ Vgl. Wossidlo, P. R.: Finanzierung, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 247.

⁶⁸ Vgl. Schmidt, R.: Die Bedeutung von Unteilbarkeiten für mittelständische Unternehmen, in: Albach, H./Held, T.: Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen, Stuttgart 1984, S. 183.

⁶⁹ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 392.

⁷⁰ Vgl. z.B. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 20.

⁷¹ Vgl. zur institutionellen Ausgestaltung und zum Umfeld des Neuen Marktes: Büschgen, H. E.: Börsenmäßiges Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen, Bank Archiv, 45. Jg. (1997), insbesondere S. 99f.; Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L.: Corporate Finance, München 1998, S. 277ff.

Umsatz in Mio. DM	insg.	< 5	5 - 10	10 - 25	25 - 100	> 100
Eigenkapitalquote (Eigenkapital in % der Bilanzsumme)	23,2	7,6	10,9	13,8	18,1	26,2

Tab. 2.2: Eigenkapitalquoten nach Umsatzklassen

(Quelle: Drukarczyk, J.: Finanzierung, 6. Auflage, Stuttgart u.a. 1993, S. 179 mit Verweis auf Deutsche Bundesbank, Sonderdrucke Nr. 6, 1989)

Man erkennt, daß die Eigenkapitalquoten mit steigendem Umsatz wachsen. Die niedrigen Eigenkapitalquoten von kleinen und mittleren Unternehmen werden in Literatur und Praxis immer wieder beklagt.⁷² Die Feststellung niedriger Eigenkapitalquoten verliert allerdings an Eindeutigkeit, wenn man die verwendeten Zahlen und Definitionen hinterfragt. Die Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital ist schwierig.^{73,74} Außerdem wird die Eigenkapitalquote aus Tabelle 2.2 nur mit Hilfe von Buchwerten gemessen. Der Buchwert des Eigenkapitals ist aber regelmäßig ein anderer als der Wert des Eigenkapitals, der beispielsweise mit den Methoden der Unternehmensbewertung ermittelt wird. Eine weitere Möglichkeit zur Messung einer Eigenkapitalquote wäre es, eine marktorientierte Bewertung des Eigenkapitals durchzuführen. Eine willkürfreie, eindeutige Messung des Eigenkapitals ist mit den bisher entwickelten Methoden mithin nicht möglich. Aus diesem Grund ist die Relevanz der Eigenkapitalquote für ein erhöhtes Risiko⁷⁵, welches bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen wäre, nicht eindeutig feststellbar.

Für viele kleine und mittlere Unternehmen ist auch die Art der Steuerzahlung unterschiedlich. Bei Personengesellschaften müssen die Gesellschafter den ihnen zustehenden Gewinn der Einkommensteuer unterwerfen. Dies steht im Gegensatz zur Kapitalgesellschaft, die selbst Steuerschuldner ist und der Körperschaftsteuer

⁷² Vgl. z.B. Büschgen, H. E.: Börsenmäßiges Eigenkapital..., a.a.O., S. 94f.; Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 137; Kruschwitz, L.: Probleme der Ermittlung und Beurteilung von Eigenkapitalquoten, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kundennähe, Quasi-Eigenkapital, Stuttgart 1989, S. 209f.; Audretsch, D. B./Elston, J. A.: Financing the German *Mittelstand*, Small Business Economics, Vol. 9 (1997), S. 102.

⁷³ Kruschwitz, L.: Probleme der Ermittlung..., a.a.O., S. 215ff. diskutiert und verwirft sieben in der betriebswirtschaftlichen Literatur gängige Definitionen des Begriffes „Eigenkapital“.

⁷⁴ Dieses Problem wird durch Mischformen der Finanzierung, sogenanntes Quasi-Eigenkapital, noch verschärft. Vgl. Lwowski, H.-J.: Erscheinungsformen des Quasi-Eigenkapitals in der Unternehmenspraxis, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kundennähe, Quasi-Eigenkapital, Stuttgart 1989, S. 165ff.

⁷⁵ Vgl. Kruschwitz, L.: Probleme der Ermittlung..., a.a.O., S. 231.

unterliegt.⁷⁶ Daher gibt es bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen auch in steuerlicher Hinsicht einen stärkeren Zusammenhang zwischen Unternehmens- und Privatsphäre.

2.4 Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen

Nachdem dargestellt worden ist, daß kleine und mittlere Unternehmen besondere Eigenschaften haben, die eine besondere Behandlung, beispielsweise in der Unternehmensbewertung, angemessen erscheinen lassen, stellt sich nun die Frage, inwieweit die Beschäftigung mit dieser Unternehmensgruppe quantitative Relevanz besitzt.

Zunächst läßt die ökonomische Theorie die erfolgreiche Existenz von kleinen und mittleren Unternehmen merkwürdig erscheinen. Economies of Scale und Economies of Scope⁷⁷ können von kleinen und mittleren Unternehmen i.d.R. nicht realisiert werden. Die zunehmende Globalisierung des Wirtschaftslebens scheint die Zukunftsaussichten für kleinere Unternehmen darüber hinaus zu verschlechtern.

Trotz dieser Einwände billigen Theorie und Praxis den kleinen und mittleren Unternehmen eine wichtige Rolle für die Wirtschaft zu. So ergeben empirische Erhebungen, daß kleinere Unternehmen eine größere Innovationsdynamik - sofern sie aufgrund ihrer Struktur überhaupt innovationsfähig sind - haben als größere.⁷⁸ Innovationen werden von kleinen und mittleren Unternehmen gemacht, junge Industriezweige sind durch kleinere Unternehmen geprägt. Diese Innovatoren steigen dann mit ihren Produkten zu Großunternehmen auf.

Hinzu kommt, daß aktuelle Managementtrends die Entwicklung von kleinen und mittleren Unternehmen unterstützen: Konzentration auf Kernkompetenzen und „lean

⁷⁶ Vgl. Rationalisierungs Kuratorium der Deutschen Wirtschaft (RKW) e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Eschborn 1992, S. 11.

⁷⁷ Vgl. zu diesen Begriffen Samuelson, P. A./Nordhaus, W. D.: Economics, 15th Ed., New York u.a. 1995, S. 750; Scherer, F. M./Ross, D.: Industrial Market Structure and Economic Performance, 3rd Edition, Boston u.a. 1990, S. 97ff.; Porter, M.: Competitive Advantage - Creating and Sustaining Superior Performance, New York 1985, S. 70ff.

⁷⁸ Vgl. z.B. Acs, Z. J.: Small Firms and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy, Oxford 1996, S. 52; Pavitt, K./Robson, M./Townsend, J.: The Size Distribution of Innovating Firms in the UK: 1945 - 1983, Journal of Industrial Economics, Vol. 45 (1987), S. 297ff.; Rothwell, R.: The Role of Small Firms in Technological Innovation, in: Curran, J./Stanworth, J./Watkins, D. (Eds.): The Survival of the Small Firm, Aldershot 1986. Ein anderes Ergebnis erhielt Freeman, C.: The Economics of Industrial Innovation, Cambridge/Mass. 1982, S. 140. Freeman stellte fest, daß lediglich 21% der zwischen 1945 und 1980 in Großbritannien angemeldeten Patente von Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern stammten.

management“ bzw. „lean production“⁷⁹ machen zum einen Ausgründungen aus Großkonzernen und zum anderen die Vergabe von bisher intern abgewickelten Prozessen an externe, überwiegend kleine und mittlere Produzenten (Outsourcing⁸⁰) notwendig.⁸¹ Es scheint so, daß das Ausnutzen von Economies of Scale durch Großunternehmen wieder aufgewogen wird durch die hohen Organisationskosten, die die Größe eines Unternehmens mit sich bringen. Dieser Trend wird entgegen der eingangs erwähnten These durch die Globalisierung weiter unterstützt. Großunternehmen können nicht in allen Bereichen erfolgreich auf dem Weltmarkt agieren, sondern müssen sich auf wenige Segmente spezialisieren, so daß sie mehr und größere Nischen für kleine und mittlere Unternehmen lassen.⁸² Schon heute haben viele deutsche Mittelständler in ihren Nischen die Position des Weltmarktführers inne.⁸³

Unbestritten ist, daß kleine und mittlere Unternehmen notwendig sind, um den Wettbewerb in der Marktwirtschaft aufrecht zu halten und Konzentrationsprozesse zu verhindern. Sie spielen daher in der Marktwirtschaft eine wichtige Rolle.⁸⁴ Eine weitere wichtige Rolle wird ihnen beim Schaffen neuer Arbeitsplätze zugeschrieben. *Birch*⁸⁵ ermittelte, daß ca. zwei Drittel aller in den USA in den Jahren von 1969 bis 1976 netto geschaffenen Arbeitsplätzen in Unternehmen mit weniger als 20 Beschäftigten geschaffen wurden. Dieser Befund wurde als Mittelstandshypothese - kleine und

⁷⁹ Vgl. dazu Pfeiffer, W./Weiß, E.: *Lean Management - Grundlagen der Führung und Organisation industrieller Unternehmen*, Berlin 1992; Kojima, T.: *Die zweite Lean Revolution*, Landsberg/Lech 1995.

⁸⁰ Vgl. zu diesem Begriff Reiss, M.: Ein neuer Mittelstand entsteht, *Harvard Business Manager*, 19. Jg. (1997), S. 115ff.; Bühner, R./Tuschke, A.: Outsourcing, *DBW*, 57. Jg. (1997), S. 20ff.; Deutsche Bank AG: *Fit für die Zukunft! Mittelstandskongreß '97*, Frankfurt/M. 1997, S. 71ff.; Fröhlich, W./Braun, B.: Outsourcing von Personalmanagementfunktionen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.): *Value Development*, Frechen-Königsdorf 1998, S. 249ff.

⁸¹ Vgl. Harrison, B.: The Small Firms Myth, *California Management Review*, o. Jg. (1994), No. 4, S. 150.

⁸² Vgl. Carlson, B.: Small Business, Flexible Dynamics and Industrial Dynamics, in: Admiraal, P. H. (Ed.): *Small Business in the Modern Economy*, Oxford 1996, S. 75.

⁸³ Vgl. Simon, H.: Hidden Champions, *ZfB*, 60. Jg. (1990), S. 875ff.

⁸⁴ Vgl. Albach, H.: Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen in der Marktwirtschaft, *ZfB*, 53. Jg. (1983), S. 877; Zeitel, G.: Volkswirtschaftliche Bedeutung von Klein- und Mittelbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): *Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe*, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 31.

⁸⁵ Vgl. Birch, D. L.: *The Job Generation Process*, Cambridge/Mass. 1979. Die umfangreiche methodische und inhaltliche Kritik an der Untersuchung von *Birch* wird bei Storey, D. J.: *Understanding...*, a.a.O., S. 163f. zusammengefaßt. Die unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Grundannahmen von *Birch* und seinen Kritikern werden von Kirchhoff, B. A./Greene, P. G.: *Understanding the Theoretical and Empirical Content of Critiques of US Job Creation Research*, *Small Business Economics*, 10. Jg. (1998), S. 153ff. herausgearbeitet.

mittlere Unternehmen haben eine größere Beschäftigungsdynamik als Großunternehmen - verallgemeinert.⁸⁶

Will man die Bedeutung von kleinen und mittleren Unternehmen quantifizieren, muß man qualitative Abgrenzungsmerkmale aus Gründen der Praktikabilität ausblenden. Es können nur Merkmale berücksichtigt werden, die auch im vorhandenen statistischen Material - Umsatzsteuerstatistik, Statistik der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten der Bundesanstalt für Arbeit etc. - erkennbar sind. So unterlegt das Institut für Mittelstandsforschung, Bonn, für die regelmäßig erscheinende Unternehmensgrößenstatistik⁸⁷ die in Tabelle 2.1 genannte Definition. Unter Zugrundelegung dieser Definition stellen kleine und mittlere Unternehmen⁸⁸:

- 99,6 % aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen,
- die 46,9 % aller steuerpflichtigen Umsätze erwirtschaften,
- rund 68 % aller Arbeitnehmer und circa 80 % aller Lehrlinge beschäftigen,
- 53 % zur Bruttowertschöpfung aller Unternehmen und 44,7 % zur gesamten Bruttowertschöpfung (einschließlich des Staates) beitragen und
- 45,4 % aller Bruttoinvestitionen tätigen.

Die ostdeutsche Wirtschaft ist stärker mittelständisch geprägt als die westdeutsche. In den neuen Bundesländern ist ein größerer Teil der Beschäftigten in kleinen und mittleren Unternehmen beschäftigt als in den westdeutschen Bundesländern.⁸⁹ Von den westdeutschen Ländern weist Schleswig-Holstein die stärkste mittelständische Prägung auf.⁹⁰

Gruhler (für das Institut der deutschen Wirtschaft) findet in seiner Untersuchung auch Belege für eine bessere Beschäftigungsdynamik in kleinen und mittleren Unternehmen. Danach haben diese nur 4.600 Arbeitsplätze von insgesamt 530.000 Arbeitsplätzen, die zwischen 1994 und 1996 verloren gingen, abgebaut. Dabei haben kleinere Unternehmen bis 100 Beschäftigte sogar 192.000 Arbeitsplätze per Saldo geschaffen⁹¹. Ähnliche Ergebnisse sind auch für andere europäische Länder ermittelt

⁸⁶ Vgl. Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag..., a.a.O., S. 538.

⁸⁷ Vgl. o.V.: Unternehmensgrößenstatistik..., a.a.O., S. 15.

⁸⁸ Vgl. ebenda, S. 16.

⁸⁹ Vgl. Gruhler, W.: Beschäftigung in Mittelständischen Betrieben Ost- und Westdeutschlands, iw-trends, o. Jg. (1997), Nr. 2, S. 3.

⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 3.

⁹¹ Vgl. ebenda, S. 1.

worden.⁹² Allerdings muß man bei der Interpretation dieser Analysen vorsichtig sein. Die Studie des *Instituts der deutschen Wirtschaft* basiert auf der Statistik der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten der Bundesanstalt für Arbeit. Dies ist eine Betriebsstatistik, die die örtlich-technische Einheit Betrieb zugrunde legt und nicht die wirtschaftlich-rechtliche Einheit Unternehmen.⁹³ Damit wird die Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen systematisch überschätzt.⁹⁴ Dies liegt daran, daß es eine ganze Reihe von Betrieben gibt, die zu größeren wirtschaftlichen Einheiten gehören und oft alleine nicht lebensfähig wären. Sie können daher materiell nicht der Sphäre der kleinen und mittleren Unternehmen zugeordnet werden. So wird jede Filiale eines Einzelhandelskonzerns⁹⁵, jede Tochtergesellschaft eines Großkonzerns⁹⁶ und jeder Zweigbetrieb von Franchiseunternehmen⁹⁷ als kleines und mittleres Unternehmen geführt. Arbeitsplätze, die in diesen Bereichen geschaffen werden, werden den kleineren Unternehmen zugeschrieben, obwohl sie ohne die größere Einheit Konzern wahrscheinlich nicht geschaffen worden wären. Daher muß man feststellen, „daß die Mittelstandshypothese nicht als hinreichend gesichert anzusehen ist.“⁹⁸

Trotz dieser Einwände gegen eine Überschätzung der Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen für die Volkswirtschaft der Bundesrepublik Deutschland zeigen die Zahlen doch eindrucksvoll die Bedeutung dieser Unternehmensgruppe. So heißt es in der Unternehmensgrößenstatistik des *Bundesministeriums für Wirtschaft*: „Man bezeichnet daher mit Fug und Recht den Mittelstand als Rückgrat der deutschen Wirtschaft“⁹⁹. Die Beschäftigung mit betriebswirtschaftlichen Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen ist mithin geboten.

⁹² Vgl. für eine Übersicht Schreyer, P.: SMEs and Employment Creation: Overview of Selected Quantitative Studies in OECD Member Countries, OECD, STI Working Papers 1996/4, Paris 1996, S. 10ff.

⁹³ Vgl. Gruhler, W.: Beschäftigung..., a.a.O., S. 1f.

⁹⁴ Ähnlich auch Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag..., a.a.O., S. 537ff.

⁹⁵ So hat z.B. der Lebensmittelhandelskonzern Spar Handels AG 1.114 Filialen, die in den Statistiken zu den kleinen und mittleren Unternehmen gezählt werden. Vgl. Spar Handels AG: Geschäftsbericht 1996.

⁹⁶ So hat z.B. der Mannesmann Konzern 473 rechtlich selbständige Tochtergesellschaften. Vgl. Mannesmann AG: Geschäftsbericht 1996.

⁹⁷ So hat z.B. die Spar Handels AG 4.555 selbständige Einzelhändler in ihrem Einkaufsverbund. Vgl. Spar Handels AG: Geschäftsbericht 1996.

⁹⁸ Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag..., a.a.O., S. 537.

⁹⁹ O.V.: Unternehmensgrößenstatistik..., a.a.O., S. 16.

Mit der starken zahlenmäßigen Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland wird auch eine hohe Zahl von Unternehmensbewertungen in dieser Gruppe impliziert. Der anstehende Generationswechsel wird die Relevanz der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen zukünftig noch verstärken (vgl. ausführlich Kapitel 4.2.2.2).

3 Grundlagen der Unternehmensbewertung

3.1 Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung

3.1.1 Wert und Preis einer Unternehmung

Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung des Wertes von Unternehmen. Dieser Satz klingt trivial, bedarf jedoch der Erläuterung.

Der Begriff „Wert“ ist vieldeutig. Er drückt die numerische Ausprägung einer Variablen aus, aber auch die Grundlagen eines Gemeinwesens, wie sie z.B. im Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland niedergelegt sind (die Grundwerte des Staates).¹

Der betriebswirtschaftliche Wert eines Gutes drückt den Nutzen aus, den das Gut für ein Wirtschaftssubjekt spendet. Der Nutzen beruht auf der Fähigkeit, Bedürfnisse des Wirtschaftssubjektes zu befriedigen.² Der wirtschaftliche Wert ist mithin ein Wirkungswert, das Gut wird bewertet durch seine Fähigkeit, Mittel zur Erfüllung eines außerhalb seiner selbst liegenden Zweckes zu sein.³

Wert hat nur eine Bedeutung in Verbindung mit einem Menschen und ist abhängig von den Vorstellungen dieses Individuums.⁴ Der Wert drückt den Beitrag eines Gutes zur Befriedigung der Bedürfnisse dieses bestimmten Individuums aus. Daraus folgt, daß der Wert für ein und dasselbe Gut von Person zu Person unterschiedlich sein kann. Aber auch für ein und dieselbe Person kann der Wert variieren. *Von Böhm-Bawerk*⁵ illustriert das an dem folgenden Beispiel: Ein Liter Wasser hat an einer fließenden Quelle zwar die gleiche Tauglichkeit, Durst zu löschen, wie in der Wüste. Dennoch wird die gleiche Person den Wert des Wassers anders beurteilen, wenn es das letzte Trinkwasser bei einer Wüstenreise ist oder wenn es sich um einen von vielen Litern Trinkwasser in einem fruchtbaren Gebiet handelt. Den Wert eines Gutes

¹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Wertbegriff, Aufgabenstellung und formale Logik einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung, ZfB, 35. Jg. (1975), S. 497.

² Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen und traditionelle Verfahren der Unternehmensbewertung, WISU, 24. Jg. (1995), S. 811.

³ Vgl. von Böhm-Bawerk, E.: Wert, in: Handbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Jena 1928, Band 8, S. 989.

⁴ Vgl. Fishburn, P. C.: Decision and Value Theory, New York 1964, S. 2.

⁵ Vgl. von Böhm-Bawerk, E.: Wert, a.a.O., S. 999.

kann man daher als vierstellige Relation auffassen: Es hat für Person B am Ort C im Zeitpunkt D den Wert X.⁶

Unternehmen stellen eine besondere Gesamtheit von Gütern und Rechten dar. Auch Unternehmen werden, wie Güter, für den Nutzen erworben, den sich der Erwerber von ihnen verspricht.⁷ Der Nutzen besteht in den finanziellen Überschüssen, die dieses Unternehmen erwirtschaftet und an die Anteilseigner ausschüttet. Diese Überschüsse können dann zum privaten Konsum verwendet werden und tragen somit zur Befriedigung der Bedürfnisse des Wirtschaftssubjekts bei.

Der Wert eines Gutes wird aber nicht nur durch Zahlungsströme determiniert. Auch nicht-monetärer Nutzen hat positive oder negative Auswirkungen auf den Wert eines Gegenstandes. So kann der Nutzen eines Gemäldes durch das Vergnügen des Erwerbers bestimmt werden, welches er beim Betrachten des Bildes verspürt. Bei der Bewertung von Unternehmen sind ebenfalls nicht-monetäre Nutzenströme wichtig. So war es für die Treuhandanstalt bei der Privatisierung der ehemals volkseigenen Betriebe der DDR ein wichtiges Ziel, Arbeitsplätze zu erhalten. Dies mußte auch bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.⁸

Der Prozeß der Bewertung ordnet den verschiedenen Nutzenströmen eines Gutes ein Maß der Vorziehenswürdigkeit zu. Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist dies regelmäßig die Bezifferung des Nutzens durch einen Geldbetrag.

Von dem Begriff „Wert“ zu unterscheiden ist der Begriff „Preis“. Preise sind in Geld bezifferte Tauschwerte und bilden sich in Verhandlungen oder auf Märkten. Für Unternehmen gibt es aufgrund ihrer Individualität regelmäßig keine Marktpreise.⁹ Preise für Unternehmen sind Ergebnis eines Verhandlungsprozesses, in dem Käufer und Verkäufer versuchen, ein für sich besonders günstiges Ergebnis zu erzielen. Dieser Verhandlungsprozeß wird durch ökonomische, aber auch taktische und psychologische Faktoren beeinflusst.

Wenn auch Wert und Preis unterschiedliche Größen sind, so gibt es dennoch eine Verbindung zwischen ihnen. Jeder Kauf und Verkauf am Markt beinhaltet, zumindest

⁶ Vgl. Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaften, 3. Auflage, Stuttgart 1994, S. 44.

⁷ Vgl. Bretzke, W.-R.: Zur Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, ZfbF, 28. Jg. (1976), S. 153.

⁸ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung bei der Privatisierung von Unternehmen in den neuen Bundesländern durch die Treuhandanstalt, DB, 45. Jg. (1992), S. 2047ff.

⁹ Vgl. Münstermann, H.: Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Auflage, Wiesbaden 1970, S. 11.

unbewußt, einen Bewertungsvorgang. Ein rationaler Verkäufer eines Gutes ist nur bereit, das Eigentum an diesem Gut aufzugeben, wenn er den Marktpreis bzw. den verhandelten Preis höher bewertet als das Eigentum an dem Gegenstand. Umgekehrt ist ein rationaler Käufer nur bereit, eine Transaktion einzugehen, wenn er das Eigentum an dem Gut höher bewertet als den vereinbarten Preis.¹⁰ Läßt man Transaktionskosten außer Acht, lautet die Bedingung für einen Kauf:

$$(3.1) \quad W_K \geq P$$

mit: W_K = Wert, den der Käufer dem Unternehmen zumißt

P = Preis des Unternehmens

Umgekehrt ist die Bedingung für den Verkauf eines Unternehmens:

$$(3.2) \quad W_V \leq P$$

mit: W_V = Wert, den der Verkäufer dem Unternehmen zumißt

Ein rational handelndes Wirtschaftssubjekt muß sich also vor der Transaktion über den Wert, den er einem Gut beimißt, klar werden. Der Wert stellt den Grenzpreis dar, bei dem sich die Transaktion gerade noch lohnt. Wird der Wert durch den vereinbarten Preis unterschritten (aus Verkäufersicht) bzw. überschritten (aus Käufersicht), darf ein rational handelnder Entscheidungsträger die Transaktion nicht durchführen. Eine Transaktion wird nur stattfinden, wenn der Wert, den der Verkäufer dem Gut zumißt, nicht über dem Wert aus Sicht des Käufers liegt.¹¹

Formal lautet die Bedingung für das Zustandekommen einer Transaktion:

$$(3.3) \quad W_V \leq W_K.$$

Der Wert ist zwar ein Faktor, der in die Preisbildung eingeht. Er ist aber regelmäßig

¹⁰ Vgl. Kraus-Grünewald, M.: Gibt es einen objektiven Unternehmenswert? Zur besonderen Problematik bei Unternehmenstransaktionen, BB, 50. Jg. (1995), S. 1839; Moxter, A.: Valuation of a Going Concern, in: Handbook of German Business Management, Vol. 2, edited by Grochla, E./Gaugler, E. et al., Stuttgart 1990, Sp. 2434.

¹¹ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert als Übernahmepreis bei der Beendigung von Konzessionsverträgen, Kiel 1991, S. 9.

vom Preis verschieden, Preis und Wert stimmen nur zufällig überein. Vor dem Hintergrund dieser Ausführungen muß die in der Literatur immer noch weit verbreitete Ansicht, daß eine gute Bewertung zu nahe am Preis liegenden Werten führen soll, kritisiert werden.¹² Ein gutes Verhandlungsergebnis liegt im Gegenteil möglichst weit unter (aus Käufersicht) bzw. über dem Wert (aus Verkäufersicht), der die Grenze der Kompromißbereitschaft darstellt. Ziel einer Verhandlung muß es daher sein, möglichst nahe an den Wert zu kommen, den der Kontrahent dem Gut beimißt und damit seinen eigenen Vorteil zu maximieren.

3.1.2 Entwicklung betriebswirtschaftlicher Werttheorien

Die Auffassungen über das Wesen des betriebswirtschaftlichen Wertes eines Unternehmens haben sich im Zeitablauf stark verändert. Bis in die achtziger Jahre¹³ war die Diskussion über Wertkategorien ein Hauptstreitpunkt in der wissenschaftlichen Diskussion über die Unternehmensbewertung. Drei betriebswirtschaftliche Werttheorien haben besondere Bedeutung im Rahmen der Unternehmensbewertungslehre erlangt.¹⁴

Historisch die erste Werttheorie war die Theorie des objektiven Wertes. Danach wird der Wert vom Standpunkt „des Betriebes selbst“¹⁵ ermittelt, der Unternehmenswert muß „unabhängig von den verschiedenen Interessenlagen von Käufer und Verkäufer“¹⁶ ermittelt werden. Der Wert ist nach dieser Theorie ein dem Unternehmen inne wohnendes Merkmal, das objektiv faßbar ist wie Gewicht oder Farbe. Der so ermittelte Wert der Unternehmung müßte für jedermann gelten. Hier entsteht das erste Problem. Ein „normaler Investor“, also ein „jedermann“¹⁷, muß für eine objektive Wertermittlung definiert werden. Es ist offensichtlich, daß hier ein großer Handlungsspielraum für den Bewerter entsteht. Insoweit ist dieses

¹² Vgl. z.B. Holzapfel, H.-J./Pöllath, R.: Recht und Praxis des Unternehmenskaufs, 5. Auflage, Köln 1990, S. 329; Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die nutzenorientierten Bewertungsverfahren, DStR, 33.Jg. (1995), S. 343.

¹³ Vgl. z.B. Bretzke, W. R.: Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmensbewertungslehre - Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 543ff.; Lutz, H.: Zum Konsens und Dissens in der Unternehmensbewertung, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 146ff.

¹⁴ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997, S. 5.

¹⁵ Mellerowicz, K.: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, S. 11.

¹⁶ Ebenda, S. 13.

¹⁷ Künnemann, M.: Objektivierter Unternehmensbewertung, Frankfurt 1985, S. 14 spricht von der „Jedermannfiktion“ der objektiven Werttheorie.

Wertkonzept eigentlich subjektiv zu nennen.¹⁸ Mindestens entsteht ein Manipulationsspielraum. Auch eine andere Beobachtung zeigt die Unmöglichkeit von objektiven Werten: Unternehmenspreise werden in Verhandlungen festgelegt. Würde es einen objektiven Wert geben, der für jedermann gilt, wären Verhandlungen unnötig.

Erstaunlich ist, daß die objektive Werttheorie, trotz ihrer offensichtlichen Mängel, bis in die sechziger Jahre hinein herrschende Meinung in Wissenschaft und Praxis gewesen ist. Möglicherweise liegt dies daran, daß der Begriff „objektiv“ mit positiven Assoziationen wie Wissenschaftlichkeit, Gerechtigkeit und Unparteilichkeit verbunden ist.¹⁹

In den 60er Jahren rückte die subjektive Werttheorie in den Mittelpunkt der Diskussion. Diese Werttheorie stützt sich auf die Erkenntnisse der Psychologie. Danach ist der Wert eines Gutes nur durch individuelles Wertempfinden erklärbar. Das Gut hat für jede Person einen anderen Wert, dieser ist aber nicht intersubjektiv nachvollziehbar.²⁰ Hier setzt auch die Kritik an. Konsequenz zu Ende gedacht läßt die subjektive Werttheorie das Einschalten von externen Bewertern nicht zu, da das individuelle Wertempfinden nicht nachvollzogen werden kann.²¹ Präskriptive Aussagen, Verhaltensempfehlungen und Entscheidungshilfen, wie sie von der modernen Betriebswirtschaftslehre angestrebt werden, sind vor dem Hintergrund der subjektiven Werttheorie unmöglich.²² An die Stelle eines präskriptiven Aussagensystems tritt eine unterstellte, aber wissenschaftlich nicht nachprüfbare ex-post Rationalität. Jede Handlung wird im nachhinein rational, da das individuelle Wertempfinden den Ausschlag in die eingeschlagene Richtung gegeben hat. Eine vorausschauende Entscheidungsunterstützung ist aber nicht möglich. Trotz der richtigen Erkenntnis, daß der Wert von Person zu Person variiert, blieb die subjektive Werttheorie wissenschaftlich unbefriedigend. Ihre Umsetzung in die Bewertungspraxis erwies sich als unmöglich.

¹⁸ Vgl. Bretzke, W.-R.: Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs..., a.a.O., S. 548f.

¹⁹ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert der Unternehmung - Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 517.

²⁰ Vgl. Hartmann, F.G.: Entscheidungstheoretischer Beitrag zur Bewertungslehre unter besonderer Berücksichtigung der Variantenrechnung, St. Gallen 1970, S. 12.

²¹ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen - Methoden - Anwendungen - Probleme, Wiesbaden 1996, S. 78.

²² Vgl. Alvano, W.: Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung, Köln 1988, S. 13.

Die in den siebziger Jahren aufkommende Entscheidungsorientierung der Betriebswirtschaftslehre²³ konnte, in ihrer Übertragung auf die Unternehmensbewertung, dem Mangel der subjektiven Werttheorie abhelfen. Die entscheidungsorientierte Werttheorie soll dem Entscheidungsträger helfen, in einer Wahlsituation eine Entscheidung zu fällen, also diejenige Wahl zu treffen, die ökonomisch vorteilhaft ist.²⁴ Nach dieser Werttheorie hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, Grenzpreise zu bestimmen, die dem Entscheidungsträger als Bewertungsmaßstab zur Beurteilung von Verhandlungsergebnissen dienen. Damit hilft die Unternehmensbewertung, rationale - dem ökonomischen Prinzip entsprechende - Entscheidungen zu treffen.²⁵ Dabei bleibt die Bewertung subjektiv, da die individuellen Möglichkeiten, Ziele und Pläne des Entscheidungsträgers bei der Bewertung zugrunde gelegt werden.

Die Diskussion um die Werttheorien hat über Jahrzehnte die betriebswirtschaftliche Diskussion um die Unternehmensbewertung geprägt. Erst mit der Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung konnte ein „salomonischer Ausweg“²⁶ aus diesem Disput gefunden werden. Die von *Sieben* und seinen Schülern in Köln begründete Funktionenlehre betont die Aufgabenabhängigkeit des Unternehmenswertes. Am Anfang einer Bewertung muß eine Aufgabenanalyse stehen. Die Aufgabe der Bewertung und die Person des potentiellen Käufers und Verkäufers bestimmen den Wert.

Ein Unternehmen hat nicht nur für jede Person einen anderen Wert, sondern auch für ein und dieselbe Person je nach zugrunde liegender Fragestellung.²⁷ Daraus folgt, daß die Unternehmensbewertung aufgabenadäquat durchgeführt werden muß. So muß eine steuerliche Bewertung einen hohen Objektivierungsgrad aufweisen, während die Beratung eines potentiellen Käufers oder Verkäufers eines Unternehmens die Ermittlung eines entscheidungsorientierten Wertes erfordert.²⁸ Die

²³ Vgl. für einen Überblick zur entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19. Auflage, München 1996, S. 78ff.

²⁴ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren als entscheidungsorientiertes Verfahren der Unternehmensbewertung, WISU, 24. Jg. (1995), S. 940.

²⁵ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung bei der Privatisierung..., a.a.O., S. 2042.

²⁶ Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 811.

²⁷ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung: Anlässe und Konzeptionen, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 973.

²⁸ Vgl. Moxter, A.: Die Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, ZfbF, 32. Jg. (1980), S. 456.

Kölner Funktionenlehre, der auch in dieser Arbeit gefolgt wird, ist mithin eine Synthese der oben beschriebenen Werttheorien.

3.2 Bewertungsanlässe

3.2.1 Dominierte Bewertungsanlässe

Die Anlässe für die Durchführung einer Unternehmensbewertung lassen sich auf verschiedene Weise systematisieren. Zunächst unterscheidet man Anlässe, die mit einem Eigentumswechsel verbunden sind und solche, bei denen dies nicht der Fall ist. Ohne Eigentumswechsel werden Unternehmen aus Planungsgründen (Shareholder Value), steuerlichen Gründen (Ermittlung von Bemessungsgrundlagen für Substanzsteuern) oder aus anderen Gründen (Kreditwürdigkeitsprüfung) bewertet.²⁹

Anlässe, die mit einem Eigentumswechsel verbunden sind, lassen sich tiefer in dominierte und nicht dominierte Bewertungsanlässe untergliedern, wobei die Eingruppierungen oft nicht eindeutig sind. Bei dominierten Bewertungsanlässen kann eine Partei die Veränderung in den Eigentumsrechten unabhängig vom Ausgang der Bewertung durchsetzen. Bei nicht dominierten Situationen können beide Parteien – je nach Ausgang der Bewertung – frei über die Durchführung der Transaktion entscheiden. Im folgenden sollen beispielhaft einige dominierte Bewertungsanlässe besprochen werden, die für kleine und mittlere Unternehmen Bedeutung haben.

Beispiele für dominierte Bewertungsanlässe sind Enteignungen, die nach Art. 14 GG zum Wohle der Allgemeinheit durchführbar sind, oder die Vergesellschaftung von Privateigentum, die nach Art. 15 GG möglich ist. Eine Entschädigung, die nach Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Enteigneten zu bestimmen ist, ist zu zahlen. Deren Höhe muß bei der Enteignung eines Unternehmens durch eine Unternehmensbewertung bestimmt werden.³⁰ Enteignungen von Unternehmen haben im marktwirtschaftlichen System der Bundesrepublik Deutschland allerdings eine eher theoretische Bedeutung.

²⁹ Vgl.: Sieben, G.: Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von Wittmann, W./Kern, W./Köhler, R. et al., 5. Auflage, Teilband 3, Stuttgart 1993, Sp. 4320f.

³⁰ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen am Beispiel der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 120.

Sehr viel bedeutender für die mittelständische Wirtschaft ist der Bewertungsanlaß „Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft“. Das Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft kann mehrere Ursachen haben³¹:

- Ein Gesellschafter kündigt und die verbliebenen Gesellschafter führen die Gesellschaft weiter,
- ein „lästiger“ Gesellschafter wird von den anderen Gesellschaftern ausgeschlossen,
- über das Vermögen eines Gesellschafters wird das Konkursverfahren eröffnet,
- ein Privatgläubiger eines der Gesellschafter kündigt die Gesellschaft (§ 135 HGB) und die verbliebenen Gesellschafter führen die Gesellschaft fort,
- einer der Gesellschafter stirbt.

Das Ausscheiden eines Gesellschafters kann jeweils auf alleinige Veranlassung einer Seite zustande kommen³², somit handelt es sich um eine dominierte Konfliktsituation. In allen Fällen hat der ausscheidende Gesellschafter bzw. sein Gläubiger gemäß § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB den Anspruch auf eine Entschädigung in Höhe des Betrages, den der Gesellschafter erhalten hätte, wenn die Gesellschaft aufgelöst worden wäre. Mit anderen Worten ist in diesem Fall eine Unternehmensbewertung zum Tag des Ausscheidens des Gesellschafters notwendig.

Allerdings stellt die gesetzliche Abfindung für ausscheidende Gesellschafter dispositives Recht dar, das durch den Gesellschaftsvertrag abbedungen werden kann. Dies wird in der Praxis meist getan.³³ Grund für diese Praxis ist, daß mit einer vertraglichen Abfindungsregel das Verhalten der Gesellschafter so gelenkt werden soll, daß der Fortbestand der Gesellschaft gewährleistet bleibt. Die Gestaltung von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen ist Gegenstand der Vertragsgestaltungsfunktion der Unternehmensbewertung (vgl. ausführlich Kapitel 3.3.2.2).

³¹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, München 1996., S. 91.

³² Vgl. Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung bei Personengesellschaften, Königstein/Taunus 1981, S. 148.

³³ Vgl. Balz, G. K.: Rechtstatsachen zur Ausschließung und zum Austritt von Gesellschaftern der GmbH, GmbH-Rundschau, 74. Jg. (1983), S. 188; Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen, BFuP, 37. Jg. (1985), S. 201.

Auch im Zusammenhang mit der Lösung des Nachfolgeproblems in kleinen und mittleren Unternehmen kommt es zu Unternehmensbewertungen (Verkauf bei Fehlen eines Nachfolgers, Bemessungsgrundlage für Erbschaft- und Schenkungsteuer etc.). Der Unternehmer hat die Möglichkeit, das Nachfolgeproblem zu Lebzeiten zu lösen. Dann hat er die Wahl, das Unternehmen selbst weiterzuführen oder einem Nachfolger zu übergeben. Spätestens mit dem Tod des Unternehmers muß das Nachfolgeproblem allerdings gelöst werden und es entsteht für die Erben eine dominierte Situation.

3.2.2 Nicht dominierte Bewertungsanlässe

Der Regelfall der Unternehmensbewertung ist eine nicht dominierte Situation, in der alle beteiligten Parteien frei entscheiden können, ob sie der Veränderung der Eigentumsrechte zustimmen wollen oder nicht. Kauf und Verkauf von Unternehmen gehören in diese Kategorie.

Vor dem Abschluß eines Kaufs oder Verkaufs ist eine Unternehmensbewertung von besonderer Bedeutung. Käufer und Verkäufer müssen ihre Grenzpreise kennen, um eine rationale Entscheidung über Annahme oder Ablehnung des Verhandlungsergebnisses (Preis) treffen zu können. Daneben kann die Unternehmensbewertung eingesetzt werden, um Verhandlungspositionen zu untermauern. Können sich die beteiligten Parteien nicht auf einen Preis einigen, können sie sich dazu entschließen, einen externen Gutachter zur Preisfindung einzuschalten.³⁴

Kauf und Verkauf von Unternehmen sind der Regelfall der Unternehmensbewertung. Die Theorie der Unternehmensbewertung geht – wie auch diese Arbeit - meist von diesem Bewertungsanlaß bei ihren Überlegungen aus.

Auch beim Eintritt eines Gesellschafters in eine Personengesellschaft handelt es sich um eine nicht dominierte Bewertungssituation³⁵, da beide Parteien, die Gesellschafter bzw. der eintrittswillige Gesellschafter, sich je nach Ausgang der Bewertung entscheiden können, ob sie die Transaktion durchführen wollen oder nicht. Eine Bewertung ist notwendig, da der neue Gesellschafter den durch seinen Eintritt

³⁴ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4321f.

³⁵ Vgl. ebenda, Sp. 4321.

entstehenden Vermögensnachteil der alten Gesellschafter ausgleichen muß. Durch den Eintritt eines neuen Gesellschafters verringert sich die Beteiligungsquote der Altgesellschafter um den Anteil des eintretenden Gesellschafters, und damit das Anrecht auf Gewinn und (späteren) Liquidationserlös. Eine Unternehmensbewertung muß die Einlage für den neuen Gesellschafter bestimmen, die diese Verschiebungen in fairer Weise ausgleicht.

Ein immer wichtiger werdender Bewertungsanlaß ist die Emission von Aktien.³⁶ Bei einer Neuemission muß ein Preis für eine Aktie gefunden werden. Emittierendes Unternehmen und Konsortialbanken müssen einen Emissionspreis bestimmen, wobei das Unternehmen ein Interesse an einem besonders hohen Emissionspreis haben wird und die Bank eher an einem niedrigen, so daß sie sicher sein kann, alle Aktien plazieren zu können. Die Emission wird dann den potentiellen Anlegern an der Börse angeboten. Die Anleger beurteilen über ihre Kaufaufträge die Angemessenheit des ermittelten Emissionspreis, der daher neben unternehmensspezifischen Faktoren auch Faktoren der Nachfrage an den Börsen berücksichtigen muß.

3.3 Funktionen der Unternehmensbewertung

3.3.1 Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertungen müssen auf die zugrunde liegende Fragestellung abgestimmt sein. Jeder Bewertung muß eine Aufgabenanalyse vorausgehen, um die korrekte Bewertungskonzeption zur Lösung der Fragestellung festzustellen. *Moxter* bezeichnet dies als Zweckadäquanzprinzip.³⁷ Um dem Adressaten das Verständnis des Bewertungsgutachtens zu ermöglichen, muß der Bewerter die zugrunde liegende Fragestellung darstellen (Zweckdokumentationsprinzip).³⁸

Die Betriebswirtschaftslehre hat die wichtigsten Fragestellungen für die Unternehmensbewertung in Haupt- und Nebenfunktionen eingeordnet und Bewertungskonzeptionen für diese entwickelt (vgl. Abb. 3.1).

³⁶ Vgl. hierzu und dem folgenden Wegmann, J.: Die Bestimmung des Emissionspreises als Unternehmensbewertungsproblem, BFuP, 48. Jg. (1996), S. 149ff.; Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L.: Corporate Finance, a.a.O., S. 274ff.

³⁷ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden 1983, S. 5f.

³⁸ Vgl. ebenda, S. 6.

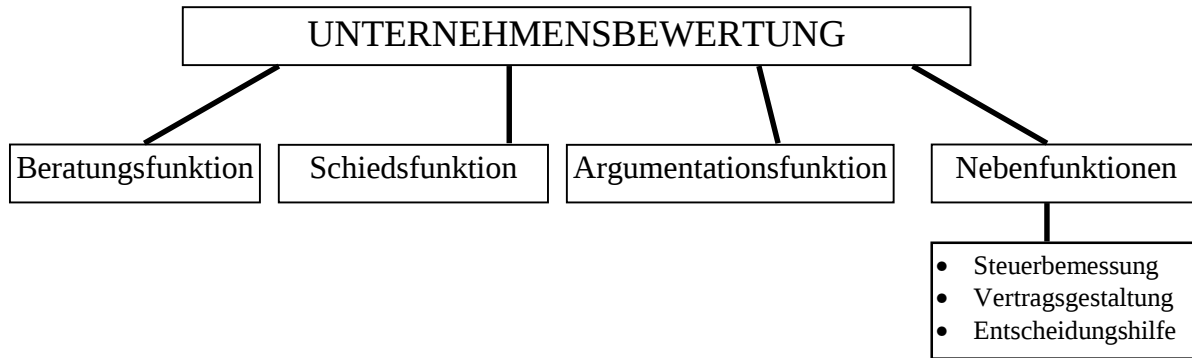


Abb. 3.1: Funktionen der Unternehmensbewertung nach der Kölner Funktionenlehre

3.3.1.1 Beratungsfunktion

Wird der Bewerter in der Beratungsfunktion tätig, ist er Berater einer Partei, die an einer Unternehmenstransaktion interessiert ist. Es ist Aufgabe des Bewerter, die Grenze der Konzessionsbereitschaft seines Mandanten zu ermitteln, also den Grenzpreis, der bei Abschluß der Transaktion gerade noch zu einem ökonomisch vorteilhaften Ergebnis führen würde. Diese Wertkonzeption wird Entscheidungswert genannt.³⁹ Der Begriff bringt den Zweck dieser Bewertungskonzeption zum Ausdruck. Der Bewerter liefert seinem Mandanten mit dem Entscheidungswert die Entscheidungsgrundlage für den zugrunde liegenden Sachverhalt, typischerweise Kauf oder Verkauf eines Unternehmens. Der Mandant entscheidet anhand des Entscheidungswertes, ob er das erzielte Verhandlungsergebnis noch tragen kann oder nicht.

Außerdem gilt der Entscheidungswert nur für einen bestimmten Mandanten. Mit anderen Worten muß der Entscheidungswert dem Grundsatz der Subjektivität genügen. Wollen und Können des Individuums, für das der Unternehmenswert ermittelt wird, determinieren den Wert.⁴⁰ Entscheidungstheoretisch ausgedrückt muß der Unternehmenswert das Zielsystem und das Entscheidungsfeld des Entscheidungsträgers berücksichtigen.⁴¹ Das Entscheidungsfeld enthält die Handlungsmöglichkeiten des potentiellen Erwerbers bzw. Veräußerers. Das

³⁹ Vgl. Matschke, M. J.: Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 2.

⁴⁰ Vgl. Sieben, G.: Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 497.

⁴¹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Düsseldorf 1990, S. 162ff.

Zielsystem enthält das für die Unternehmensbewertung relevante Wertesystem der Entscheidungsträger.⁴² Aus Gründen der Praktikabilität wird bei der Unternehmensbewertung meist das alleinige Ziel der Gewinnmaximierung unterstellt. Diese Ziele können nur in der Zukunft realisiert werden, so daß die Bewertung des Unternehmens zukunftsbezogen sein muß (Grundsatz der Zukunftsbezogenheit). Den Käufer interessieren nur Zahlungen, die tatsächlich an ihn fließen. Zahlungsströme fließen erst mit Vollzug der Transaktion, also zukünftig.⁴³

Das Unternehmen wird als Einheit betrachtet, eine Interpretation des Unternehmens als Summe von Einzelwerten ist inadäquat (Grundsatz der Bewertungseinheit).⁴⁴ Bei der Unternehmensbewertung liegt ein Fall der nicht-linearen Additivität vor⁴⁵, das Unternehmen hat als lebende Einheit einen anderen Wert als bei der Aufspaltung in Einzelteile. Dieser Gedanke entspricht dem *Aristotelischen* Satz: „Das Ganze ist etwas anderes als die Summe seiner Teile.“⁴⁶ Der Grundsatz der Bewertungseinheit bedeutet aber auch, daß nur die komplette Übernahme des Eigenkapitals betrachtet wird. Minderheitsanteilseigner haben keine Kontrolle über die Firma, Mehrheitsanteilseigner können sich Vorteile auch zu Lasten der Minderheitsgesellschafter verschaffen. Aus diesem Grund werden Minderheitsanteile mit einem Abschlag, Mehrheitsanteile mit einem Aufschlag gehandelt, durch die sich der Gesamtwert des Unternehmens aber nicht verändert. Formal bedeutet das⁴⁷:

$$(3.4) W = M \cdot (1-a) + C \cdot (1-b)$$

mit: M = Wert des Minderheitsanteils

C = Wert des Mehrheitsanteils

a = Minderheitsabschlag

b = Mehrheitszuschlag

Es gilt: $a + b = 1$

⁴² Vgl. ebenda, S. 23.

⁴³ Vgl. Moxter, A.: Valuation..., a.a.O., Sp. 2438.

⁴⁴ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁴⁵ Vgl. Barthel, C. W.: Handlungsalternativen bei der Abgrenzung von Bewertungseinheiten, DStR, 32. Jg. (1994), S. 1323.

⁴⁶ Aristoteles: Hauptwerke, ausgewählt, übersetzt und eingeleitet von W. Nestle, Stuttgart 1977, S. 126.

⁴⁷ Vgl. Osteryoung, J. S./Nast, D. F./Wells, W. H.: Pricing Minority Discounts in Closely Held Corporations, in: Yazdipour, R. (Ed.): Advances in Small Business Finance, Dordrecht 1991, S. 23.

Der Wert des Unternehmens bleibt unverändert, nur die Verteilung auf die beteiligten Parteien verändert sich durch den Minderheitsabschlag a und den Mehrheitszuschlag b, so daß der Mehrheitseigener einen überproportionalen Anteil am Wert des Unternehmens erhält.

Der Entscheidungswert dient der Beratung einer Partei. Er darf der Gegenseite nicht bekannt gegeben werden (Grundsatz der Nichtbekanntgabe von Entscheidungswerten).⁴⁸ Wüßte die Gegenseite den Entscheidungswert, könnte sie die Einigung zum Grenzpreis erreichen und damit das optimale Verhandlungsergebnis herausholen.

Der Entscheidungswert wird idealtypisch durch einen Investitionsvergleich ermittelt. Das Bewertungsprogramm, in dem die optimale Handlungsmöglichkeit mit Unternehmenstransaktion enthalten ist, wird mit dem Vergleichsprogramm der optimalen Handlungsmöglichkeit ohne die Unternehmenstransaktion verglichen. Der Entscheidungswert entspricht dem Preis, bei dem sich die Unternehmenstransaktion gemessen am Vergleichsprogramm gerade noch lohnt.⁴⁹

3.3.1.2 Schiedsfunktion

Wird der Bewerter in der Schiedsfunktion tätig, hat er die Aufgabe, einen Schiedswert zu ermitteln, der allen Parteien gerecht wird. Der Bewerter vermittelt zwischen den konfligierenden subjektiven Wertvorstellungen der beteiligten Parteien.⁵⁰ Auftraggeber für ein Schiedsgutachten können die beteiligten Parteien selbst sein, aber auch ein Gericht, vor dem der Bewertungskonflikt ausgetragen wird. Ausgangspunkt einer Schiedsbewertung sind die Entscheidungswerte der beiden Konfliktparteien (Grundsatz der Berücksichtigung der Entscheidungswerte).⁵¹ Der Bewerter kann von keiner Partei ein irrationales Verhalten verlangen, was einen Schiedswert über dem Entscheidungswert des Käufers bzw. unter dem Entscheidungswert des Verkäufers bedeuten würde. Die Entscheidungswerte der beiden Parteien determinieren den Transaktionsbereich, innerhalb dessen eine

⁴⁸ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁴⁹ Vgl. ebenda, Sp. 4316f.

⁵⁰ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg, 36. Jg. (1983), S. 473.

⁵¹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4318; Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 94.

Einigung möglich ist, mit dem Entscheidungswert des Verkäufers als Untergrenze und dem Entscheidungswert des Käufers als Obergrenze.



Abb. 3.2: Transaktionsbereich

Ist der Entscheidungswert des Verkäufers kleiner als der Entscheidungswert des Käufers, entsteht ein Transaktionsbereich, innerhalb dessen eine Transaktion möglich ist. Der Schiedswert muß zwischen den beiden Entscheidungswerten liegen. Der Bewerter hat die Aufgabe, den Transaktionsbereich zwischen beiden Parteien aufzuteilen. Entsteht kein Transaktionsbereich, ist also der Entscheidungswert des Verkäufers größer als der Entscheidungswert des Käufers, wird es zu keiner Einigung kommen. Der unparteiische Bewerter muß von einer Transaktion abraten.

Bei der Schiedsbewertung müssen auch die Beziehungen zwischen den beiden Konfliktparteien berücksichtigt werden. Von besonderer Wichtigkeit ist es für den Bewerter zu wissen, ob beide Parteien gleichberechtigt sind oder nicht. In dominierten Konfliktsituationen muß der Bewerter auch dann einen Schiedswert vorschlagen, wenn kein Transaktionsbereich vorliegt.⁵² Welcher Wert in diesem Fall vorzuschlagen ist, entzieht sich in einem Rechtsstaat einer rein betriebswirtschaftlichen Analyse. Der Bewerter muß in solchen Fällen übergeordnete Zielvorstellungen, die durch Gesetz oder Rechtsprechung vorgegeben werden, berücksichtigen (Grundsatz der Berücksichtigung von Gerechtigkeitspostulaten).⁵³

Zu der Aufteilung des Transaktionsbereichs gibt es in der Literatur v.a. drei Vorschläge:⁵⁴

⁵² Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen..., a.a.O., S. 117.

⁵³ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4318.

⁵⁴ Vgl. ebenda, Sp. 4318f.

(1) Häftige Aufteilung zwischen beiden Parteien :

Die Differenz zwischen den beiden Entscheidungswerten (entspricht dem Transaktionsbereich) wird je zur Hälfte auf beide Parteien verteilt.⁵⁵

$$(3.5) \quad SW = \frac{EW(K) + EW(V)}{2}$$

mit : SW = Schiedswert

EW (K) = Entscheidungswert des Käufers

EW (V) = Entscheidungswert des Verkäufers

für : EW (K) > EW (V)

Geht man davon aus, daß der Transaktionsbereich durch unterschiedliche Erwartungen der Bewertungsparteien, aber auch durch Synergieeffekte - der Wert von zwei zusammengefaßten Unternehmen ist größer als die Summe der Werte der Einzelunternehmen⁵⁶ - entsteht, kann man diese Aufteilung auf das Prinzip des unzureichenden Grundes von *Laplace*⁵⁷ zurückführen. Die Anteile der beiden Unternehmen am Entstehen der Synergieeffekte sind nicht zuzuordnen. Aus diesem Grund werden beide Partner gleich behandelt.⁵⁸

(2) Aufteilung des Transaktionsbereichs im Verhältnis der Entscheidungswerte beider Parteien:

Weichen die Entscheidungswerte der beiden Parteien erheblich voneinander ab, stellt eine häftige Aufteilung für die Partei mit dem höheren Entscheidungswert keine akzeptable Lösung dar. Nur die Partei mit dem höheren Entscheidungswert kann die Synergieeffekte durch den Unternehmenskauf realisieren. Daher muß diese Partei

⁵⁵ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 18.

⁵⁶ Vgl. Ossadnik, W.: Die angemessene Synergieverteilung bei Verschmelzungen, DB, 50. Jg. (1997), S. 885.

⁵⁷ Vgl. zum Prinzip des unzureichenden Grundes von *Laplace* Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebliche Entscheidungslehre, 8. Auflage, München 1994, S. 109.

⁵⁸ Vgl. Ossadnik, W.: Aufteilung von Synergieeffekten bei Verschmelzungen, ZfB, 65. Jg. (1995), S. 76.

auch einen höheren Anteil am Transaktionsbereich erhalten.⁵⁹ Formal ausgedrückt ergibt sich der Schiedswert nach:⁶⁰

$$(3.6) \quad SW = EW(K) - EW(d) \left(\frac{EW(K)}{EW(K) + EW(V)} \right) \quad \text{oder}$$

$$(3.7) \quad SW = EW(V) + EW(d) \left(\frac{EW(V)}{EW(K) + EW(V)} \right)$$

mit: $EW(d)$ = Differenz zwischen den Ertragswerten von Verkäufer und Käufer

Dieses Verfahren hat in der Bewertungspraxis eine große Bedeutung.⁶¹ Synergieentstehungsrelevante Informationen können allerdings nicht verwertet werden. Einzig die Ertragsstärke wird zur Begründung der Aufteilung herangezogen.⁶² Die Synergieeffekte können aber ohne den ertragsschwächeren Teil nicht realisiert werden.

(3) Aufteilung des Transaktionsbereichs im Verhältnis der zukünftigen Entscheidungswertzuwächse :

Bei diesem Verfahren wird der Transaktionsbereich aufgeteilt nach der Entwicklung der Entscheidungswerte nach Abschluß des Eigentumsübergangs an dem Unternehmen. Dieses Verfahren ist theoretisch elegant, da es das Prognoseproblem umgeht und die Schiedswertermittlung von Ereignissen nach dem Unternehmensübergang abhängig macht. Allerdings ist die praktische Anwendung des Verfahrens äußerst schwierig. Um einen Schiedswert korrekt zu ermitteln, muß ein Entscheidungswert für das gekaufte Unternehmen auch über den Tag der Eingliederung hinaus bestimmt werden können. Dies ist oft nicht möglich, da eine Trennung des gekauften Unternehmens von der neuen Muttergesellschaft nicht

⁵⁹ Vgl. Eisenführ, F.: Preisfindung für Beteiligungen mit Verbundeffekt, ZfbF, 23. Jg. (1971), S. 475.

⁶⁰ Vgl. Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 40.

⁶¹ Vgl. Ossadnik, W.: Die angemessene Synergieverteilung..., a.a.O., S. 886.

⁶² Vgl. ebenda.

möglich ist. Aus diesem Grund kann ein Bewerter die Zuordnung der entstehenden Synergieeffekte leicht manipulieren.⁶³

3.3.1.3 Argumentationsfunktion

Wird der Bewerter in der Argumentationsfunktion tätig, liefert er Argumentationshilfen für eine Verhandlungspartei.⁶⁴ Ziel ist es, der beratenen Partei einen möglichst großen Anteil am Transaktionsbereich zu sichern, also die Gegenseite möglichst nah an den Entscheidungswert und damit an die Preisgrenze zu bringen. Hinsichtlich des Preises haben beide Parteien einen strikten Interessengegensatz, ein Gewinn für eine Seite bedeutet in der Verhandlung automatisch einen Verlust der gegnerischen Partei.⁶⁵ Aus diesem Grund ist der Argumentationsbewertung besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

Anlässe können Verhandlungen über den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens, Auseinandersetzungen vor Gericht⁶⁶, z.B. bei der Abfindung von Personengesellschaftern, oder innerbetriebliche Anlässe sein. Ziel der innerbetrieblichen Anwendung der Unternehmensbewertung ist die Beeinflussung von Entscheidungen. Unternimmt ein Konzern z.B. Bewertungen von Erfolgseinheiten, um ihren Beitrag zum Aktionärswert zu bestimmen, ist es für die Leiter der Abteilungen von großer Bedeutung, einen besonders hohen Wert für die Aktionäre zu generieren. Von dieser Bewertung können z.B. das weitere Fortkommen in der Firmenhierarchie oder die Bezahlung abhängen. Daher werden die Abteilungsleiter versuchen, sich in diesen Bewertungen besonders positiv darzustellen. Werden die Bewertungen von Externen durchgeführt, werden sie versuchen, ihre Lage mit ausgewählten Argumenten zu verbessern.

Mithin sind Argumentationswerte Kommunikationsinstrumente, mit denen eine Partei versucht, sich in einem besonders guten Licht darzustellen.⁶⁷

Der Argumentationswert muß, bei rationalem Verhalten, den Entscheidungswert der beratenen Partei berücksichtigen. Dieser bildet nämlich die Preisuntergrenze (aus

⁶³ Vgl. Eisenführ, F.: Preisfindung..., a.a.O., S. 477.

⁶⁴ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert..., a.a.O., S. 518.

⁶⁵ Vgl. Wagenhofer, A.: Die Bestimmung von Argumentationspreisen in der Unternehmensbewertung, ZfbF, 40. Jg., 1988, S. 341.

⁶⁶ Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung der Unternehmensbewertung, DStR, 31. Jg. (1993), S. 410.

⁶⁷ Vgl. Matschke, M. J.: Der Argumentationswert..., a.a.O., S. 520.

Verkäufersicht) bzw. die Preisobergrenze (aus Käufersicht). Wichtig dabei ist, daß der eigene Entscheidungswert nicht als Argumentationswert verwendet werden darf (vgl. Prinzip der Nichtbekanntgabe von Entscheidungswerten). Sinnvoll kann es aber sein, den Argumentationswert als vorgeblichen Entscheidungswert in der Verhandlung zu kennzeichnen. Zur Bildung des Argumentationswertes muß aber auch der Entscheidungswert der Gegenseite berücksichtigt werden (Grundsatz der Entscheidungswertbezogenheit).⁶⁸ Dieser Wert ist zwar i.d.R. unbekannt, aber der Bewerter muß sich eine ungefähre Vorstellung von seiner Höhe machen, um einen realistischen Argumentationswert ableiten zu können.

Der Argumentationswert sollte mit nachvollziehbaren Argumenten versehen und damit für die Gegenseite möglichst glaubwürdig sein (Grundsatz der Glaubwürdigkeit).⁶⁹ Dies kann z.B. dadurch erreicht werden, daß für die Ausarbeitung des Bewertungsgutachtens ein Bewerter mit bekanntem Namen und gutem Ruf engagiert wird. Allerdings wird ein kompetenter Verhandlungspartner in einem solchen Gutachten sofort ein Argumentationsgutachten sehen. Folglich wird es wertlos sein. Es besteht jedoch die Chance, daß die Gegenseite das Argumentationsgutachten nicht als solches erkennt und sich doch beeinflussen läßt, so daß das Gutachten - wenn man die Gutachterkosten unberücksichtigt läßt - dennoch sinnvoll ist.⁷⁰ Diese Chance ist besonders groß, wenn eine in Unternehmenskäufen erfahrene Verhandlungspartei auf unerfahrene Verkäufer oder Käufer trifft. Dies ist regelmäßig bei kleinen und mittleren Unternehmen der Fall, da ein mittelständischer Unternehmer i.d.R. nur ein Unternehmen in seinem Leben verkauft.

Um in der Verhandlung überhaupt ein wirksames Mittel zu sein, muß der Argumentationswert flexibel sein. Er muß aus möglichst vielen Komponenten bestehen, um in der Verhandlung Zugeständnisse zuzulassen (Grundsatz der Flexibilität).⁷¹ So kann versucht werden, Einigkeit in bewertungsrelevanten Teilbereichen zu erzielen. Wird beispielsweise Einigkeit über den bei der Bewertung

⁶⁸ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319; Coenenberg, A.G.: Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: Busse von Colbe, W./Coenenberg, A.G.: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1992, S. 92.

⁶⁹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319.

⁷⁰ Vgl. Wagenhofer, A.: Der Einfluß von Erwartungen auf den Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung, BFuP, 40. Jg. (1988), S. 548.

⁷¹ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4319.

zugrunde zu legenden Kapitalisierungszinsfuß oder das anzuwendende Bewertungsverfahren im Sinne einer Partei erzielt, kann dies durch Zugeständnisse in anderen Bereichen kompensiert werden.⁷²

In der Argumentationsfunktion geht es jedoch keineswegs nur um die Manipulation der Gegenseite. Eine Verhandlung mit Unternehmensexternen über einen Unternehmensverkauf ist durch eine asymmetrische Informationsverteilung gekennzeichnet. Der Verkäufer kennt die Stärken und Schwächen seines Unternehmens sehr gut, während der potentielle Käufer nur wenige Informationen über das Unternehmen hat. Der Argumentationswert kann der Kommunikation von Stärken des Unternehmens dienen.

Die Ableitung von Argumentationspreisen kann nur im Einzelfall unter Berücksichtigung der konkreten Verhandlungssituation gemacht werden. Die Logik erfordert aber, daß gilt:

$$(3.8) \text{ AW (V) } > \text{ EW (V) } \text{ und}$$

$$(3.9) \text{ AW (K) } < \text{ EW (K) }$$

mit: AW (V) = Argumentationswert des Verkäufers

AW (K) = Argumentationswert des Käufers

Der Verkäufer wird einen Argumentationswert über seinem Entscheidungswert wählen. Der Käufer wird einen niedrigeren Argumentationswert als seinen Entscheidungswert haben. Andernfalls würde die Grenzpreiseigenschaft des Entscheidungswertes mißachtet und die eigene Verhandlungsposition verschlechtert. I.d.R. wird auch gelten:

$$(3.10) \text{ AW (V) } > \text{ AW (K) }.$$

Würde gegen (3.10) verstoßen und der Argumentationswert des Käufers wäre größer als der des Verkäufers, wäre es von Bedeutung, welche Seite seinen

⁷² Vgl. Schmidt, R.: Unternehmensbewertung anlässlich des Kaufs von Unternehmen, in: Wilkes/Wilkes: Handbuch der Unternehmensführung, Gernsbach 1979, S. 1454.

Argumentationswert zuerst offenbart. Um diesen Fall auszuschließen, müssen, wie bereits ausgeführt, auch die vermuteten Entscheidungswerte der Gegenseite berücksichtigt werden. Der Verkäufer wird einen Argumentationswert nennen, der über bzw. gleich dem vermuteten Entscheidungswert des Käufers liegt. Tut er dies, hat er immer noch Spielraum für Zugeständnisse, kann aber immer noch das optimale Verhandlungsergebnis beim Entscheidungswert des Käufers erreichen. Der Käufer wird genau umgekehrt handeln. Es ergibt sich:

$$(3.11) \text{ AW (V) } \geq \text{ EW (K) }^{\text{'}}$$

$$(3.12) \text{ AW (K) } \leq \text{ EW (V) }^{\text{'}}$$

mit: $\text{EW (K) }^{\text{'}}$ = vermuteter Entscheidungswert des Käufers

$\text{EW (V) }^{\text{'}}$ = vermuteter Entscheidungswert des Verkäufers

Damit ist der Bereich, innerhalb dessen der Argumentationswert, bei unterstellter Rationalität und ausschließlicher Interesse der Entscheidungsträger am Kaufpreis, liegen kann, abgesteckt. Eine nähere Einordnung ist nur ausgehend von einem bestimmten Einigungsverfahren möglich.⁷³ Beispielhaft sollen im folgenden zwei in der Literatur diskutierte Einigungsverfahren vorgestellt werden.

Möglich wäre ein gleichzeitiges Aufdeckungsverfahren, bei der beide Seiten ihren Preisvorschlag aufschreiben und gleichzeitig bekannt geben. Gilt (3.10), dann einigen sich beide Seiten automatisch auf:

$$(3.13) \text{ P} = \frac{\text{AW(V)} + \text{AW(K)}}{2}$$

Wird gegen Bedingung (3.10) verstoßen, brechen beide Seiten die Verhandlungen ab.⁷⁴

Die Argumentationswerte werden (3.8) bzw. (3.9) entsprechen, d.h. beide Seiten offenbaren nicht ihre wahren Grenzpreise. Dies kann zum Abbruch der

⁷³ Vgl. Wagenhofer, A.: Der Einfluß..., a.a.O., S. 533.

⁷⁴ Vgl. Wagenhofer, A.: Die Bestimmung..., a.a.O., S. 347.

Verhandlungen führen, obwohl eine Einigung für beide Seiten vorteilhaft wäre, wie in folgendem Beispiel⁷⁵ gezeigt wird:

Seien $EW(V) = 1.000 \text{ DM}$ und $EW(K) = 1.100 \text{ DM}$. Der Verkäufer kündigt aber $AW(V) = 1.200 \text{ DM}$ und $AW(K) = 1.050 \text{ DM}$ an. Die Verhandlung werden abgebrochen, obwohl eine Einigung, bei Offenbarung der wahren Grenzpreise zustande gekommen wäre und ein gemeinsamer Gewinn von 100 DM entstanden wäre.

Das gemeinsame Aufdeckungsverfahren kann also in einigen Fällen zu suboptimalen Ergebnissen führen. Bei der Bestimmung von Argumentationswerten muß folglich immer daran gedacht werden, nicht zu überziehen und dadurch auf Gewinne aus der Transaktion zu verzichten.

Eine bessere Möglichkeit ist die Einführung einer Preisberechnungsregel, bei der die Transaktion auf jeden Fall zustande kommt, der Preis aber vom Eintritt von Bedingungen abhängig gemacht wird. Da beide Parteien der Überzeugung sind, daß sie die besseren Informationen über die Zukunft des Unternehmens und damit über den Wert haben, macht man die tatsächliche Bewertung vom Eintritt bewertungsrelevanter Sachverhalte in der Zukunft abhängig.⁷⁶ Ein Problem dabei ist, daß der Eintritt dieser bewertungsrelevanten Sachverhalte von der Unternehmensführung durch den Käufer abhängig ist. Im Falle einer guten Geschäftsführung partizipiert der Verkäufer an den guten Leistungen des Käufers. Auf der anderen Seite kann der Käufer z.B. durch bilanzpolitische Maßnahmen den Gewinn über die Laufzeit der Preisberechnungsregel niedrig halten und damit dem Verkäufer einen erhöhten Preis vorenthalten.⁷⁷

Weitergehende Einsichten in das Wesen von Verhandlungen gibt die Spieltheorie. Dabei wird wiederum rationales Verhalten der beteiligten Parteien unterstellt. Verhandlungen im Rahmen einer Unternehmensbewertung sind Zweipersonen-Nichtnullsummenspiele mit Kommunikation.⁷⁸ Es handelt sich um Nichtnullsummenspiele, da beide Parteien teilweise überlappende Interessen haben, nämlich hinsichtlich des Transaktionsbereiches, der Gewinn für beide Seiten darstellt. Problematisch bei der spieltheoretischen Betrachtung von Verhandlungen über Unternehmenskäufe ist, daß diese Verhandlung nur einmal vorkommt.

⁷⁵ Vgl. ebenda.

⁷⁶ Vgl. ebenda, S. 348.

⁷⁷ Vgl. Peemöller, V.H. Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 415.

⁷⁸ Vgl. zur Einteilung Szyperski, N./Winand, U.: Entscheidungstheorie, Stuttgart 1974, S. 132.

Wiederholungen von Verhandlungen durch langfristige Geschäftsbeziehungen schaffen einen Anreiz auf Täuschungsmanöver zu verzichten. Strategien für Verhandlungsspiele, wie sie bei einer Unternehmenstransaktion vorkommen, finden sich in der Literatur.⁷⁹

Die vorgestellten Einigungsregeln und die spieltheoretische Betrachtung von Verhandlungen setzen Rationalität der beteiligten Parteien voraus. Die Teilnehmer an realen Verhandlungen verhalten sich aber nicht immer rational, so daß auch sozialpsychologische Erkenntnisse über das Verhalten von Verhandlungsparteien in die Betrachtung einfließen müssen.⁸⁰ Es wird beobachtet, daß viele Verhandlungen ineffizient verlaufen und gemeinsamer Gewinn nicht realisiert wird.⁸¹ Eine Möglichkeit diese ineffiziente Verhandlungsweise zu umgehen ist die Einschaltung eines neutralen Schiedsrichters (siehe Kapitel 3.3.1.2).

Eine weitere Möglichkeit ist der bewußte Austausch von zusätzlichen Informationen über den Verhandlungsgegenstand. *Raiffa*⁸² gibt ein Beispiel über eine Verhandlung über einen Unternehmenskauf. Die Wertvorstellungen beider Parteien lassen keinen Transaktionsbereich entstehen. An dieser Stelle müßten die Verhandlungen abgebrochen werden. Durch den Austausch von Informationen kann aber eine Einigung eventuell doch noch erreicht werden. Im erwähnten Beispiel liegen die unterschiedlichen Wertvorstellungen an unterschiedlichen zugrunde gelegten Kalkulationszinsfüßen. Durch diese Information konnte die Verhandlung sich auf die Frage nach dem korrekten Abzinsungsfaktor konzentrieren. Mit Einigung über dieses Detailproblem konnte dann Einigung über die gesamte Unternehmenstransaktion erzielt werden.

In der Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung heiligt letztlich der Zweck die Mittel. Abhängig von den Kenntnissen der Gegenpartei sollte der Käufer bzw. Verkäufer dasjenige Verfahren wählen, das einem die größten Vorteile bietet. Dabei kommt es auf theoretische Richtigkeit des Verfahrens nicht an.⁸³

⁷⁹ Vgl. Rapoport, A.: Two-Person Game Theory, Ann Arbor 1966; Holler, M. J.: Ökonomische Theorie der Verhandlungen, 3. Auflage, München u.a. 1992.

⁸⁰ So auch Macharzina, K.: Unternehmensführung, Das internationale Managementwissen, Wiesbaden 1993, S. 435.

⁸¹ Vgl. Raiffa, H.: The Neutral Analyst: Helping Parties to Reach Better Solutions, in: Hall, L. (Ed.): Negotiation. Strategies for Mutual Gain, Newbury Park u.a. 1993, S. 14.

⁸² Vgl. ebenda, S. 23f.

⁸³ Vgl. Barthel, C.W.: Unternehmenswert - Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, DB, 43. Jg. (1990), S. 1148.

Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer lehnt die Ausarbeitung von Gutachten zur Argumentationsbewertung unter Berufung auf seine Berufsgrundsätze ab, die die Ermittlung von Werten zum Zwecke der Beeinflussung der Gegenseite nicht zulassen.⁸⁴

3.3.1.4 Die Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung in prozessualer Sicht

Aus der Diskussion der Funktionen der Unternehmensbewertung wurde die zentrale Rolle des Entscheidungswertes deutlich. Auf ihm basieren auch Schiedswerte und Argumentationswerte. Entscheidungswerte sind Ausgangspunkt des Unternehmensbewertungsprozesses, der hier für eine nicht-dominierte Konfliktsituation aus Anlaß eines Kaufs bzw. Verkaufs eines Unternehmens beispielhaft dargestellt werden soll. Zunächst wird die Bewertungssituation (Anlaß und Umstände der Bewertung) analysiert (Analysephase). Die festgestellte Bewertungssituation determiniert das anzuwendende Bewertungsverfahren, das zusätzlich den Grundsätzen der Ermittlung von Entscheidungswerten (Subjektivität, Zukunftsbezogenheit und Bewertungseinheit) genügen muß. Mit diesem Bewertungsverfahren werden dann in der Bewertungsphase die Entscheidungswerte des potentiellen Käufers und Verkäufers - von ihren Unternehmensbewertern - ermittelt. Mit dem Wissen über ihren jeweiligen Entscheidungswert - der Entscheidungswert der Gegenseite ist unbekannt - entscheiden die beteiligten Parteien, ob sie in eine Verhandlung oder in ein Schiedsverfahren eintreten wollen, um einen Preis für das Unternehmen zu ermitteln. Entschließen sie sich für eine Verhandlung, ermitteln sie jeweils einen Argumentationswert, ausgehend von ihrem Entscheidungswert und einer Schätzung des Entscheidungswerts der Gegenseite. Entschließen sie sich für ein Schiedsverfahren, ermittelt ein neutraler Gutachter - basierend auf den Entscheidungswerten von Käufer und Verkäufer - einen Schiedswert. Dieser Schiedswert bzw. das Verhandlungsergebnis stellt den Preis für das Unternehmen dar. Scheitert die Verhandlung, können beide Parteien auch später noch ein Schiedsverfahren beginnen. Mit dem Wissen über den ausgehandelten Preis können nun die beteiligten Parteien über die Durchführung der Transaktion entscheiden.

⁸⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, in: WP Handbuch 1992, Bd. 2, 10. Auflage, Düsseldorf 1992, S. 6; Coenenberg, A.G.: Unternehmensbewertung aus..., a.a.O., S. 92.

Entschieden wird dadurch, daß der Preis mit dem Entscheidungswert der Partei verglichen wird. Ist der Preis größer (aus Verkäufersicht) bzw. kleiner (aus Käufersicht) als der Entscheidungswert, wird die Transaktion durchgeführt. Abbildung 3.3 stellt den Prozeß der Unternehmensbewertung schematisch dar.

Die Beratungsfunktion mit dem Wertkonzept des Entscheidungswertes spielt im Prozeß der Unternehmensbewertung die zentrale Rolle.⁸⁵ Sowohl bei der Argumentationsfunktion als auch bei der Schiedsfunktion ist die Ermittlung der Entscheidungswerte jeweils Ausgangspunkt des weiteren Vorgehens. Die Besonderheiten des Bewertungsobjekts können folglich nur in der Beratungsfunktion und damit im Entscheidungswert berücksichtigt werden. Aus diesem Grunde wird sich die weitere Untersuchung nur mit der Ermittlung von Entscheidungswerten für kleine und mittlere Unternehmen befassen. Aufbauend auf diesem Wert können dann nach den hier kurz vorgestellten Methoden Argumentations- bzw. Schiedswerte ermittelt werden, die die Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen berücksichtigen.

Des weiteren konzentriert sich die Arbeit im folgenden vor allem auf Ausführungen zum Bewertungsanlaß Kauf/Verkauf eines Unternehmens. Bei diesem nicht-dominierten Bewertungsanlaß haben die Bewerter keine rechtlichen oder anderen Zwänge zu beachten, so daß eine Anpassung der angewandten Bewertungsverfahren auf kleine und mittlere Unternehmen oder andere Gruppen möglich ist.

⁸⁵ So auch Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt?, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, FS für Günter Sieben, Stuttgart 1998, S. 305.

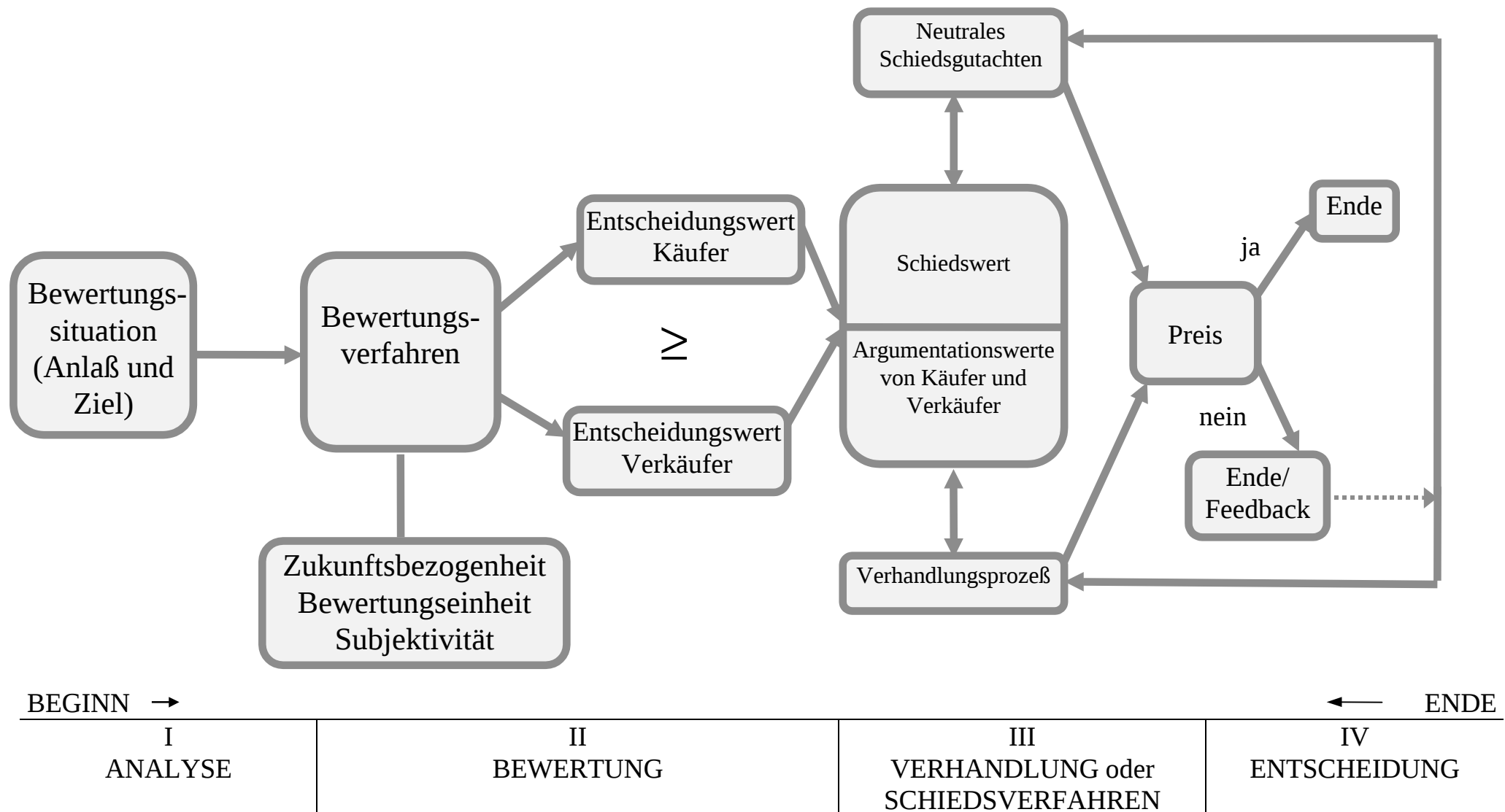


Abb. 3.3: Der Prozeß der Unternehmensbewertung aus Anlaß einer nicht dominierten Bewertungssituation vom Typ Kauf/Verkauf

3.3.2 Nebenfunktionen

Die Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung dienen im wesentlichen der Ermittlung von konventionalisierten Werten für spezifische Zwecke.⁸⁶ Die Zwecksetzung der Nebenfunktionen kann es in einigen Fällen sinnvoll erscheinen lassen, von den oben entwickelten fundamentalen Grundsätzen der Unternehmensbewertung abzuweichen.⁸⁷

Die Begriffswahl und Abgrenzung der Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung wird in der Literatur unterschiedlich gehandhabt. In dieser Untersuchung werden die folgenden Begriffe verwendet:

- Steuerbemessungsfunktion,
- Vertragsgestaltungsfunktion,
- Entscheidungshilfefunktion.

Damit werden drei für kleine und mittlere Unternehmen bedeutende Nebenfunktionen diskutiert: Die Frage der Besteuerung hat insbesondere beim Generationenwechsel Bedeutung (Erbschaftsteuer). Die Vertragsgestaltungsfunktion ist für Personengesellschaften wichtig. Die Frage des Einsatzes der Unternehmensbewertung zur Unternehmensführung (Entscheidungshilfefunktion) hat auch verstärkt Auswirkungen für kleinere Unternehmen.

3.3.2.1 Steuerbemessungsfunktion

In der Steuerbemessungsfunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, Bemessungsgrundlagen für die Besteuerung der Substanz und des Ertrags zu ermitteln. Substanzsteuern werden auf Bestände erhoben und sind unabhängig von Erträgen zu entrichten. Zu den Substanzsteuern zählen die Erbschaft- und die Schenkungsteuer. Die steuerlichen Bewertungsvorschriften sind v.a. im Bewertungsgesetz (BewG) und in den Vermögensteuerrichtlinien niedergelegt.

Die steuerliche Bewertung muß den Umständen der Besteuerung Rechnung tragen. Ein steuerliches Bewertungsverfahren muß möglichst einfach sein, um für die massenhafte Anwendung geeignet zu sein. Die Bewertung muß formalisiert sein und sie muß mit möglichst geringem Aufwand durchgeführt werden können. Die Steuergerechtigkeit erfordert eine Objektivierung der Bewertung. Subjektive

⁸⁶ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4316.

⁸⁷ Vgl. Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 206.

Komponenten und Ermessensspielraum des Bewerter sollten soweit wie möglich ausgeschlossen werden.⁸⁸

Anteile an Kapitalgesellschaften sind für steuerliche Zwecke mit dem Marktwert (Börsenkurs) zu bewerten. Ist ein Marktwert nicht feststellbar oder ist dieser nicht maßgeblich, muß ein gemeiner Wert ermittelt werden.⁸⁹ Der Marktwert ist dann nicht maßgeblich, wenn er nur für einen einzelnen Anteil feststellbar ist, z.B. für eine Aktie, aber eine Beteiligung zur Bewertung ansteht, die eine Beherrschung der Gesellschaft ermöglicht.⁹⁰ In § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG wird die Bewertung unter Berücksichtigung von Vermögen und Ertragsaussichten vorgeschrieben. Finanzverwaltung und Rechtsprechung haben zu diesem Zweck das „Stuttgarter Verfahren“ entwickelt.

Bei dem Stuttgarter Verfahren wird das Vermögen um einen Faktor Ertragsaussichten korrigiert. Das Vermögen entspricht dem Einheitswert des Betriebsvermögens, der nach § 98a BewG ermittelt werden muß. Die Werte der dem Betrieb dienenden Vermögensgegenstände (§ 95 BewG) werden dabei vermindert um die Schulden, die mit dem Betrieb in Zusammenhang stehen (§ 103 BewG).⁹¹ Die Ermittlung der Ertragskomponente beruht auf der Vorstellung, daß in einer Marktwirtschaft nur eine „normale“ Rendite langfristig erzielbar ist. Renditen, die über das normale Maß hinaus gehen, sind nur kurzfristig erzielbar, da sie Konkurrenz anlocken. Durch den verstärkten Wettbewerb kann dann jeder Anbieter nur noch die normale Rendite Erlösen.⁹²

Bei dem Stuttgarter Verfahren wird dieser zeitlich beschränkte „Übergewinn“ ermittelt aus der Differenz zwischen dem körperschaftsteuerlichen Gewinn des Unternehmens, gebildet als Durchschnitt der letzten drei Jahre, und der marktüblichen Verzinsung auf das eingesetzte Eigenkapital, die in den Vermögensteuerrichtlinien mit 9 % verbindlich vorgegeben wird. Der Zeitraum, in

⁸⁸ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 96.

⁸⁹ Vgl. Esch, G./Baumann, W./Schulze zur Wiesche, D.: Handbuch der Vermögensnachfolge, 5. Auflage, Berlin 1997, S. 441 ff.

⁹⁰ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 92f.; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 65.

⁹¹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 29f.; Tischer, F.: Der Einfluß der Rechtsform auf die Anteilsbewertung erworbener Unternehmen, DStR, 33. Jg. (1995), S. 1562; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, 14. Auflage, Köln 1994, S. 465ff.

⁹² Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 92; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 56f.

dem der Übergewinn erzielbar ist, wird von den Vermögensteuerrichtlinien mit 5 Jahren fest veranschlagt. Daraus ergibt sich:

$$(3.14) \quad W = V + 5 * (\ddot{U} - 0,09 * W)$$

mit: V = Vermögenskomponente (Einheitswert des Betriebsvermögens)

$\ddot{U}$ = Überschüsse des Unternehmens im Durchschnitt der letzten drei Jahre

Durch Umformen ergibt sich:

$$(3.15) \quad W = 0,68 * (V + 5 * \ddot{U})^{93}$$

Das Stuttgarter Verfahren hat sich als steuerlicher Bewertungsstandard für die Bewertung von Kapitalgesellschaften durchgesetzt. Die Bewertung beruht auf Vergangenheitsdaten und ist daher einfach durchzuführen. Die Vorgabe einer marktüblichen Verzinsung und eines Zeitraums für die Übergewinnerzielung minimieren subjektive Gestaltungsspielräume.

Grundsätzlich anders wird die steuerliche Bewertung von Anteilen an Personengesellschaften vorgenommen. Die Ertragsaussichten bleiben unberücksichtigt, allein das Vermögen ist bewertungsrelevant. Der Wert entspricht dem anteiligen Wert des Betriebsvermögens.⁹⁴

Die Unterschiede in der steuerlichen Bewertung sind abschließend in Tabelle 3.1 zusammengefaßt.

Die steuerliche Bewertung ist für kleine und mittlere Unternehmen insbesondere bei der Lösung des Nachfolgeproblems von Bedeutung.⁹⁵ Die Bewertung bestimmt ganz wesentlich die Erbschaft- bzw. Schenkungsteuerbelastung, die bei der Übertragung eines Unternehmens zu tragen ist. Das einzelne Unternehmen kann durch die Belastung in seinem Bestand gefährdet werden.

⁹³ Vgl. Christoffel, H. G.: Anteilswert, GmbH-Steuerpraxis, 21. Jg. (1998), S. 41.

⁹⁴ Vgl. Tischer, F.: Der Einfluß..., a.a.O., S. 1562.

⁹⁵ Vgl. ausführlich Hofmann, U.: Nachfolgeplanung in mittelständischen Unternehmen. Zivil- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Probleme und Lösungsansätze, Wiesbaden 1996, S. 84ff.

Unternehmenstyp	Bewertungsvorschrift
Börsennotierte AG	Marktpreis der Aktien; Anteil über 25 %: Paketzuschlag
Nicht börsennotierte Kapitalgesellschaft	68 % der Summe aus Einheitswert des Betriebsvermögens und dem 5fachen der Durchschnittserträge der letzten drei Jahre (Stuttgarter Verfahren) oder gemeiner Wert, der aus Verkäufen abzuleiten ist
Personengesellschaft/ Einzelunternehmen	Einheitswert des Betriebsvermögens

Tab. 3.1: Steuerliche Bewertungsvorschriften nach Unternehmenstyp

Die wachsende Bedeutung des Problems zeigt das starke Anwachsen des Erbschaftsteueraufkommens.⁹⁶ Allerdings ist der Bestandsschutz für vererbte Unternehmen verbessert worden, da das Betriebsvermögen, wenn das Unternehmen mindestens fünf Jahre fortgeführt wird, in jedem Fall nach der günstigsten Steuerklasse I versteuert wird, die sonst nur den nächsten Verwandten offensteht.⁹⁷

Sehr fraglich ist, ob die auf den Zeitpunkt der Erbschaft bzw. Schenkung bezogene Bewertung die Leistungsfähigkeit des Erben korrekt widerspiegelt. Die Personenbezogenheit der kleinen und mittleren Unternehmen führt dazu, daß das Ausscheiden des Unternehmers durch Ruhestand oder Tod negative Auswirkungen auf den Wert haben kann.⁹⁸ Das Stuttgarter Verfahren läßt diese Möglichkeit jedoch außer Betracht, da auf die Durchschnittserträge der Vergangenheit, als der

⁹⁶ Vgl. von Wartenberg, L.: Unternehmenskontinuität im Mittelstand: Plädoyer für die Reduzierung der Erbschaftsteuer auf Betriebsvermögen, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 248.

⁹⁷ Vgl. Rux, H.-J.: Steuergünstige Nutzung des Freibetrages für Betriebsvermögen bei der Erbschaft- und Schenkungsteuer, Die Information, o. Jg. (1997), S. 203ff.; Ottersbach, J./Hansen, R.: Auflagenschenkung von Betriebsvermögen als vorweggenommene Erbfolge, DStR, 35. Jg. (1997), S. 1270; Watrin, C.: Erste Gestaltungsüberlegungen zum neuen Erbschaftsteuerrecht, DStR, 35. Jg. (1997), S. 249; Höfer, J.: Erben von Betriebsvermögen wurden bei der Reform geschont, Handelsblatt vom 7. April 1997, S. 21. Einen Überblick über die reformierte Erbschaft- und Schenkungsteuer findet sich bei Bundesverband der Deutschen Industrie: Die neue Erbschaft- und Schenkungsteuer, BDI Aktuelle Steuerrundschau, Nr. 1/1997, o. Jg., S. 4ff.

⁹⁸ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Mitteilung betreffend die Empfehlung der Kommission vom 7. Dezember 1994 zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C 400, 37. Jg., 31. Dezember 1994, S. 8.

ausscheidende Unternehmer die Unternehmensführung noch inne hatte, abgestellt wird. Ein angemesseneres Bewertungsverfahren, das die Überlebensfähigkeit des Unternehmens verbessert, würde die Entwicklung nach dem Ausscheiden des Unternehmers mit berücksichtigen.⁹⁹ Die damit geforderte Zukunftsbezogenheit der Bewertung würde andererseits die Gestaltungsspielräume erhöhen, was dem Ziel eines gerechten und einfachen Steuersystems widerspricht. Ein denkbarer Kompromiß liegt in der Verschiebung des Bewertungsstichtages. Die Bewertung würde dann nicht mehr zum Zeitpunkt der Erbschaft vorgenommen, sondern beispielsweise ein Jahr danach. Damit würde in die Ertragskomponente des Stuttgarter Verfahrens das Geschäftsjahr nach dem Tod des Unternehmers einbezogen.

Eine so gestaltete Reform hätte eine Reihe von Vorteilen. So hätte das Unternehmen durch die verlegte Steuerzahlung, gerade im schwierigen ersten Jahr nach dem Übergang, keinen Abfluß liquider Mittel durch die Erbschaftsteuerzahlung. Auf der anderen Seite sind die Manipulationsmöglichkeiten für den Erben - durch einen bilanzpolitisch reduzierten Ertrag - nur gering, da neben dem einen Jahr nach der Erbschaft weiterhin zwei Jahre davor in der Bildung des durchschnittlichen Übergewinns berücksichtigt werden. Die Vorteile des Stuttgarter Verfahrens - einfache Anwendung und nur geringe Gestaltungsspielräume - blieben erhalten.

3.3.2.2 Vertragsgestaltungsfunktion

In der Vertragsgestaltungsfunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, vertragliche Regelungen zu entwickeln bzw. zu interpretieren. Wichtigster Anwendungsfall bei kleinen und mittleren Unternehmen ist die Gestaltung von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen.

Wie oben dargestellt (vgl. 3.2.1), muß dem ausscheidenden Gesellschafter eine Abfindung durch die in der Gesellschaft verbleibenden Gesellschafter gezahlt werden. Gemäß § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ist dem Ausscheidenden „dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre.“ Diese Regelung gilt über die §§ 105 Abs. 2 und 161 Abs. 2 HGB auch für die Rechtsform der offenen Handelsgesellschaft und

⁹⁹ So auch: Empfehlung der Europäischen Kommission zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften L 385, 37. Jg., 31. Dezember 1994, S. 17.

der Kommanditgesellschaft. Nach dem Wortlaut könnte man meinen, der Zerschlagungswert wäre maßgeblich für die Abfindung. Nach herrschender Meinung und ständiger Rechtsprechung wird aber der Verkehrswert des Unternehmens bei Fortführung angesetzt.¹⁰⁰ Demnach muß ein potentieller Veräußerungserlös ermittelt werden. Dazu muß ein potentieller Erwerber mit Zielen und Möglichkeiten modelliert werden, um den für die Schiedsfunktion notwendigen Transaktionsbereich zwischen den Grenzpreisen des präsumtiven Verkäufers und Käufers erstellen zu können. Dabei müßte auch Verhandlungsmacht und -geschick der beiden Seiten modelliert werden. Es liegt auf der Hand, daß dies der Willkür Tür und Tor öffnet.¹⁰¹ Die Rechtsprechung stellt daher auf das Maximum aus Ertragswert und Zerschlagungswert ab.¹⁰²

Bei diesen Regelungen handelt es sich um dispositives Recht, in den Gesellschaftsverträgen können im Rahmen der Vertragsfreiheit abweichende Regelungen vereinbart werden. Eine freie Entscheidung bei der Abfindungsklausel erlaubt es, bei Abschluß des Gesellschaftsvertrages übergeordnete Ziele des Unternehmens zu berücksichtigen. Dies kann v.a. die Sicherung der Lebensfähigkeit des Unternehmens bei Ausscheiden eines oder mehrerer Gesellschafter sein. Die Verwirklichung dieser Ziele durch Formulierung einer Abfindungsklausel ist Aufgabe der Vertragsgestaltungsfunktion der Unternehmensbewertung. Durch diese Klauseln wird kein Gesellschafter geschädigt, selbst wenn eine Abfindung unter dem betriebswirtschaftlich richtigen Wert vereinbart wird, da im Normalfall zum Zeitpunkt der freiwilligen Vereinbarung nicht absehbar ist, wer von der Abfindung betroffen sein wird. Jeder Gesellschafter hat dabei auch die Möglichkeit, die eigenen Optionen (eigene Kündigung oder Veranlassung beim Ausschuß anderer Gesellschafter) oder die Optionen der anderen Gesellschafter (Kündigung oder Veranlassung des Ausschlusses des betrachteten Gesellschafters) in sein Kalkül einzubeziehen.¹⁰³

¹⁰⁰ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte von Abfindungsklauseln - Unter besonderer Berücksichtigung des Problemfalls ertragsschwaches Unternehmen und existenzbedrohende Abfindungsregelung, WPg, 42. Jg. (1989), S. 321; Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung - ein Fossil unserer Zeit?, DB, 36. Jg. (1983), S. 2669; Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 202; Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 150; Schildbach, T.: Zur Beurteilung von gesetzlicher Abfindung und vertraglicher Buchwertabfindung unter Berücksichtigung einer potentiellen Ertragsschwäche der Unternehmung, BFuP, 36. Jg. (1984), S.534.

¹⁰¹ Vgl. Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 150.

¹⁰² Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 321f.; Schildbach, T.: Zur Beurteilung..., a.a.O., S. 534.

¹⁰³ Vgl. Schildbach, T.: Zur Beurteilung..., a.a.O., S. 539.

Es können in einer Abfindungsklausel das anzuwendende Bewertungsverfahren, Zahlungsmodalitäten oder andere einzelne Punkte (anzuwendender Kalkulationszinsfuß, relevante Überschußgröße etc.) geregelt sein.

Grenze der Zulässigkeit einer Abfindungsklausel ist zum einen der Sittenwidrigkeitsmaßstab des § 138 BGB. Darunter fiel z.B. der völlige Ausschluß einer Abfindung.¹⁰⁴ Zum zweiten ist eine Vereinbarung nichtig, die das Kündigungsrecht beschränkt (§ 723 Abs. 3 BGB). Dies wäre dann der Fall, wenn die vereinbarte Abfindungsklausel, aufgrund ihrer wirtschaftlichen Nachteiligkeit, einen ausscheidungswilligen Gesellschafter zum Verzicht auf seine Kündigung veranlaßt.¹⁰⁵ Zum dritten muß die Abfindung so sein, wie es Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte erfordern (§ 242 BGB). Diese Vorschrift verlangt, daß die Abfindung auf ihre Angemessenheit überprüft wird. Die volle Anwendung einer Abfindungsklausel ist dann nicht zulässig, wenn sie eine im Verhältnis zum betriebswirtschaftlich richtigen Wert besonders niedrige Abfindung ergibt.¹⁰⁶

Innerhalb dieser Schranken (insbesondere der Angemessenheitskontrolle des § 242 BGB) ist auch die Abfindung zum Buchwert möglich.¹⁰⁷ Dabei wird der ausscheidende Gesellschafter mit dem Buchwert seines Anteils abgefunden, wie er sich aus der letzten bzw. einer auf den Zeitpunkt des Ausscheidens des Gesellschafters aufgestellten Bilanz ergibt.

Im Normalfall führt die Buchwertklausel zu einem niedrigen Abfindungsbetrag, der das Überleben des Unternehmens sichert. Die Buchwerte sind regelmäßig aufgrund handels- und steuerrechtlicher Vorschriften niedriger als der Verkehrswert. Problematisch wird die Abfindung zum Buchwert dann, wenn das Unternehmen wirtschaftliche Schwierigkeiten hat. Ist bei Ertragsschwäche der Ertragswert kleiner als der Buchwert, müssten die verbleibenden Gesellschafter einen Betrag bezahlen, der den Bestand des Unternehmens gefährden kann.¹⁰⁸ Zusätzlich besteht die Gefahr, daß bei einer absehbaren Insolvenz einer der Gesellschafter in letzter Minute kündigt. Er würde dann den Buchwert seines Anteils erhalten und außerdem die

¹⁰⁴ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 324.

¹⁰⁵ Vgl. ebenda, S. 325.

¹⁰⁶ Vgl. ebenda.

¹⁰⁷ Vgl. Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung..., a.a.O., S. 2670; Gessler, E.: Zur Buchwertabfindung bei Ausscheiden aus einer GmbH, GmbH-Rundschau, 75. Jg. (1984), S. 32; Koller, I.: Der Ausschluß ohne wichtigen Grund zum Buchwert bei Familiengesellschaften, DB, 37. Jg. (1984), S. 549.

¹⁰⁸ Vgl. Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche..., a.a.O., S. 327.

Kosten einer Insolvenz umgehen.¹⁰⁹ Dies könnte mit einer Abfindung zum Ertragswert umgangen werden, da hier die zukünftigen Erfolge und Aufwendungen, also auch die Kosten einer Insolvenz, berücksichtigt werden müssen. Trotz dieser Gefahren zeigen empirische Untersuchungen einen hohen Anteil von Abfindungsklauseln zum Buchwert.¹¹⁰ Dies ist ökonomisch vernünftig, um im Normalfall einen Austritt zu einem geringen Risiko für das Unternehmen werden zu lassen.¹¹¹ Der Spezialfall der Ertragsschwäche, in dem die Buchwertklausel zu einer Gefährdung für den Bestand des Unternehmens werden kann, wird beim Abschluß eines Gesellschaftsvertrages - also bei der Gründung eines Unternehmens - in vielen Fällen verdrängt werden und keine Rolle spielen. Das Risiko der Überbewertung des Unternehmens durch den Buchwert bei Ertragsschwäche könnte durch eine fallweise Ausgestaltung umgangen werden. Normalerweise würde ein Gesellschafter zum Buchwert abgefunden, ist der Ertragswert allerdings der niedrigere Wert, würde zu diesem abgefunden.

Aufgrund der Höhe einer Abfindungszahlung hat die Formulierung einer Abfindungsklausel für kleine und mittlere Unternehmen eine große Bedeutung. Den Gesellschaftern sollen durch niedrige Abfindungszahlungen Anreize gegeben werden, zu bleiben, zumindest aber mit einem Austritt den Bestand des Unternehmens nicht zu gefährden.¹¹² Es ist aber auch der Fall denkbar, daß einem unliebsamen Gesellschafter mit einem hohen Abfindungsbetrag der Austritt nahe gelegt werden soll. Durch die Vertragsfreiheit wird den Gesellschaftern folglich die Möglichkeit gegeben, mit einer klug formulierten Abfindungsklausel betriebswirtschaftliche Ziele zu erreichen.

3.3.2.3 Entscheidungshilfefunktion

In der Entscheidungshilfefunktion hat die Unternehmensbewertung die Aufgabe, die Unternehmensführung mit Entscheidungskriterien zu unterstützen. Die Unternehmensbewertung verliert ihre Rolle als Hilfsmittel in Sondersituationen und

¹⁰⁹ Vgl. Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung..., a.a.O., S. 2673.

¹¹⁰ Vgl. für eine Übersicht Wagner, F. W.: Unternehmensbewertung und vertragliche Abfindungsbemessung, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 482.

¹¹¹ Vgl. ebenda, S. 491f.

¹¹² Vgl. Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln..., a.a.O., S. 207; Rasner, H.: Abfindungsklauseln bei Personengesellschaften - Die Sicht eines Praktikers, ZHR, 158. Jg. (1994), S. 298.

wird zum regelmäßig durchgeführten Instrument der Unternehmensführung. Die Entscheidungshilfefunktion wird seit dem Buch von *Rappaport*¹¹³ in Wissenschaft und Praxis unter dem Begriff „Shareholder Value“ - Aktionärswert - oder Wertsteigerungsanalyse diskutiert. Der Begriff Shareholder Value erfreut sich dabei einer großen Aufmerksamkeit, auch in der breiteren Öffentlichkeit.¹¹⁴ Nach Ansicht von *Ballwieser*¹¹⁵, könnte er sich aber in der Unternehmenspraxis als Modeerscheinung herausstellen.

Hintergrund des Shareholder Value-Gedankens ist das Principal-Agent Problem, das bei einer Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht auftritt.¹¹⁶ Die Eigentümer, die Prinzipale, beauftragen angestellte Manager, die Agenten, das Unternehmen zu führen.¹¹⁷ Durch die Tätigkeit in der Unternehmensführung erhalten die Agenten einen Informationsvorsprung gegenüber den Prinzipalen. Diese asymmetrische Informationsverteilung können die Agenten nutzen, ihre eigenen Ziele auch gegen den Willen der Prinzipale durchzusetzen.

Befragungen von Managern großer amerikanischer Unternehmen¹¹⁸ haben ergeben, daß die Maximierung des eigenen Vermögens die grundsätzliche Zielsetzung vieler Manager ist. Unter Vermögen werden die Geldmittel und Geldäquivalente (z.B. Kreditlinien) verstanden, die zur freien Verfügung des Managements stehen.

Wenn man diejenigen Mittel betrachtet, die übrig bleiben, wenn die Unternehmensleitung alle profitablen Investitionen (solche mit einem positiven Kapitalwert) durchgeführt hat, wird das Principal-Agent Problem deutlich.¹¹⁹ Diese Mittel müßten an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Ist das Ziel der Manager allerdings Vermögensmaximierung, werden sie nicht ausgeschüttet, sondern von der

¹¹³ Rappaport, A.: *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, New York u.a. 1986.

¹¹⁴ Vgl. z.B. Schumacher, O.: *Alte Weisheit neu verpackt*, *Die Zeit*, 51. Jg. (1996), Nr. 37, S. 27; o.V.: *Showing Europe's Firms the Way*, *The Economist*, 153. Jg. (1996), July 13th, S.13; o.V.: *Primärziel ist Cash*, *Der Spiegel*, 51. Jg. (1997), Heft 12, S. 98.

¹¹⁵ Vgl. Ballwieser, W.: *Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz*, in: *Bilanzrecht und Kapitalmarkt*, FS für Adolf Moxter, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. et al., Düsseldorf 1994, S. 1379.

¹¹⁶ Vgl. Ballwieser, W.: *Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung*, WPg, 48. Jg. (1995), S. 121.

¹¹⁷ Vgl. zum Principal-Agent Problem Ross, S. A.: *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *AER*, Vol. 63 (1973), No. 2, S. 134ff; Grossman, S./Hart, O.: *An Analysis of the Principal-Agent Problem*, *Econometrica*, Vol. 51 (1983), S. 7ff.; Drukarczyk, J.: *Theorie und Politik der Finanzierung*, 2. Auflage, München 1993, S. 621ff.; Franke, G./Hax, H.: *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 3. Auflage, Berlin u.a. 1994, S. 418ff.; Schoppe, S. G. u.a.: *Moderne Theorie der Unternehmung*, München u.a. 1995, S. 180ff.

¹¹⁸ Vgl. Donaldson, G.: *Managing Corporate Wealth*, New York 1984, S. 3.

¹¹⁹ Vgl. Jensen, M. C.: *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, 2. Jg. (1988), Winter, S. 21ff.

Unternehmensleitung für weitere Projekte, die keinen positiven Kapitalwert haben, eingesetzt. Dies ist solange möglich, wie die Manager keiner wirksamen Kontrolle ausgesetzt sind. Da der einzelne Aktionär bei einem Großunternehmen i.d.R. nur einen geringen Anteil hat, würde der Ertrag einer wirksamen Kontrolle in keinem Verhältnis zu den hohen Kontrollkosten stehen. Eine wirksame Kontrolle kann nur der Kapitalmarkt als ganzes bieten. Diese hat sich herausgebildet durch den „Markt für Unternehmenskontrolle“,¹²⁰ auf dem Unternehmen, die Vermögensmaximierung betrieben haben, durch feindliche Übernahmen verkauft wurden. Mit der Angst vor feindlichen Übernahmen hat sich eine stärkere Orientierung an der Wertmaximierung in den Unternehmen durchgesetzt. Dieser Trend ist, trotz des Fehlens eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle,¹²¹ auch in Deutschland übernommen worden. Dies mag an der wachsenden Bedeutung der internationalen Kapitalmarktanleger für deutsche Unternehmen liegen.¹²²

Der Grundgedanke des Shareholder Value Konzepts - oder allgemeiner: der wertorientierten Unternehmensführung - ist es, das Unternehmen so zu führen, daß der Unternehmenswert aus Sicht der Eigenkapitalgeber maximiert wird.¹²³ Die Methoden der Unternehmensbewertung, wie sie im weiteren entwickelt werden, dienen dabei zur Messung des Erfolges des Gesamtunternehmens, von einzelnen Unternehmensbereichen oder des Managements. Die erwartete Mindestrendite der Anteilseigner wird mit den erwarteten Zahlungsströmen der Unternehmung an die Anteilseigner verglichen. Die Renditeerwartung der Anteilseigner wird somit zum entscheidenden Vergleichsmaßstab in der Unternehmensführung.¹²⁴

Wie erläutert, hängt der Shareholder Value Gedanke sehr stark mit der Lösung des Principal-Agent Problems zusammen. Nach der in dieser Untersuchung zugrunde gelegten Definition existiert dieses Problem aufgrund der Einheit von Eigentum und

¹²⁰ Vgl. Adams, M.: Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die Aktiengesellschaft, o. Jg. (1989), S. 333ff.; Langhofs-Lønroth, H.: Acquisition Appraisal: A Stock Market and An Acquiring Company Perspective, Aarhus 1995, S. 48; Milgrom, P./Roberts, J.: Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs 1992, S. 482ff.

¹²¹ Vgl. Adams, M.: Der Markt..., a.a.O., S. 335.

¹²² Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft: Wertorientierte Unternehmensführung mit differenzierten Kapitalkosten, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 543.

¹²³ Vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen - Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten, Wiesbaden 1993, S. 137; Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 121; o.V.: Wertorientierte Unternehmensführung. Bestimmung, Messung und Realisierung von Wertpotentialen, München o. Jg., S. 7.

¹²⁴ Vgl. Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 150f.

Unternehmensführung bei kleinen und mittleren Unternehmen nicht. Trotzdem stellt sich die Frage, ob das Prinzip des Shareholder Values auch auf kleine und mittlere Unternehmen sinnvoll übertragbar ist.

In kleinen und mittleren Unternehmen ist die persönliche Zielsetzung mit derjenigen des Unternehmens aufgrund der Einheit von Eigentum und Verfügungsmacht identisch. Das heißt aber auch, daß persönliche Ziele durch das Unternehmen verwirklicht werden sollen. Daher kann das Ziel der Vermögensmaximierung durchaus erwünscht sein. Eine Notwendigkeit der Ausrichtung der Unternehmensführung am Shareholder Value gibt es somit nicht.

Hat der Eigentümer-Unternehmer das Ziel „Wertmaximierung“, um z.B. bei seinem Rückzug aus dem Unternehmen einen hohen Kaufpreis realisieren zu können, empfiehlt sich der Einsatz der Methoden der Unternehmensbewertung zur Unternehmensführung. Dadurch kann z.B. eine langfristige Planung, wie sie vielen Unternehmern aufgrund des Tagesgeschäfts nicht möglich ist, erreicht werden.

3.4 Systematisierung der Bewertungssituation

3.4.1 Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie

Zwischen der betriebswirtschaftlichen Entscheidungstheorie und der Unternehmensbewertung besteht ein enger Zusammenhang.¹²⁵ Die Unternehmensbewertung versucht, aus Zielsystem und Entscheidungsfeld der präsumtiven Käufer und Verkäufer von Unternehmen Handlungsempfehlungen abzuleiten.¹²⁶

Entscheidung bezeichnet die „(mehr oder weniger bewußte) Auswahl einer von mehreren möglichen Handlungsalternativen.“¹²⁷ Die Entscheidungstheorie beschäftigt sich mit der Beschreibung von Entscheidungsprozessen in der Realität (in ihrer deskriptiven Ausrichtung) und mit der Ableitung von Handlungsanleitungen (in ihrer präskriptiven oder normativen Ausrichtung).¹²⁸ Die präskriptive Entscheidungstheorie hat das Ziel, eine rationale Wahl zu unterstützen und ist theoretische Basis der entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung. Rational heißt dabei, daß die

¹²⁵ Alvano bezeichnet die Unternehmensbewertung sogar als „Derivat der Entscheidungstheorie.“ Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 65.

¹²⁶ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Auflage, Wiesbaden 1990, S. 6.

¹²⁷ Laux, H.: Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Berlin 1995, S. 3.

¹²⁸ Vgl. ebenda, S. 3f.

unter den gegebenen Bedingungen größtmögliche Zielerfüllung erreicht werden soll.¹²⁹ Die Rationalität wird lediglich formal verstanden, d.h. der Entscheidungsträger muß ein in sich widerspruchsfreies Zielsystem haben und sich entsprechend dieser Ziele verhalten. Der Sinn des Zielsystems des Entscheidungsträgers, also die substantielle Rationalität, wird von der präskriptiven Entscheidungstheorie nicht untersucht.¹³⁰ Zusammenfassend kann man die präskriptive Entscheidungstheorie als ein „allgemeines Formalmodell, das sich mit einer Methodik zum Treffen von Entscheidungen ohne Bezug auf den Sachinhalt der Entscheidung befaßt“¹³¹, bezeichnen.

In diesem Kapitel soll das Instrumentarium der präskriptiven Entscheidungstheorie dargestellt werden, das bei der Systematisierung der Bewertungssituation eingesetzt werden sollte, m.a.W. soll ein Entscheidungsmodell im Hinblick auf die Unternehmensbewertung formuliert werden. Unter einem Entscheidungsmodell wird dabei ein vereinfachtes Abbild der Realität verstanden, das der Vorbereitung von Entscheidungen dient.¹³²

Für die Unternehmensbewertung ist der Aspekt der Vereinfachung - oder Komplexitätsreduktion - von besonderer Bedeutung.¹³³ Der Kauf/Verkauf eines Unternehmens stellt eine hochgradig komplexe Situation dar, in die eine große Menge von Faktoren und Imponderabilien eingehen. Durch die Modellierung wird die Komplexität reduziert. Eine solche Vereinfachung sollte zu einer möglichst geringen Abweichung vom „richtigen“ Wert des Unternehmens führen. Die Überprüfung dieser Anforderung führt zu einem logischen Problem. Will man die Abweichung ermitteln, muß man neben dem vereinfachten auch den „richtigen“ Wert berechnen. In diesem Falle wäre eine Vereinfachung aber nicht mehr notwendig.¹³⁴

Das Grundmodell der präskriptiven Entscheidungstheorie besteht aus zwei Basiselementen:

1. dem Entscheidungsfeld, das die Handlungsalternativen des Entscheidungsträgers, die außerhalb seines Einflusses liegenden relevanten

¹²⁹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 1.

¹³⁰ Vgl. ebenda, S. 2; Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 3.

¹³¹ Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen..., a.a.O., S. 172.

¹³² Vgl. Hax, H.: Entscheidungsmodelle in der Unternehmung, Reinbek 1974, S. 13.

¹³³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion..., a.a.O., S. 8.

¹³⁴ Vgl. Teichmann, H.: Die optimale Komplexion des Entscheidungskalküls, ZfbF, 24. Jg. (1972), S. 519ff.

Umweltzustände und die Ergebnisse, die für den Entscheidungsträger von Bedeutung sind, umfaßt¹³⁵, und

2. dem Zielsystem, das das Wollen des Entscheidungsträgers ausdrückt.¹³⁶

Das Zielsystem ist Ausdruck der strategischen Planung eines Unternehmens, es drückt die Planungen des Käufers mit dem Bewertungsobjekt aus, beinhaltet aber auch seine Lebensplanung (z.B. bei der Lösung von Nachfolgeproblemen). Das Entscheidungsfeld wird dagegen eher aus der operativen Überwachung einer Unternehmung gewonnen.¹³⁷

Schematisch lassen sich die Elemente eines präskriptiven Entscheidungsmodells wie folgt darstellen:

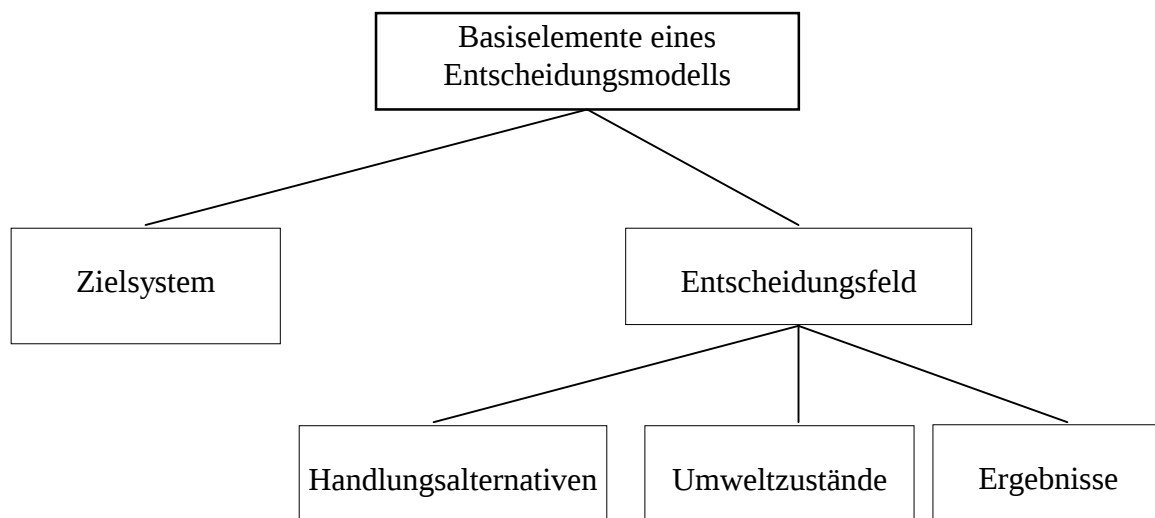


Abb. 3.4: Bestandteile eines Entscheidungsmodells

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 22.)

3.4.2 Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption

3.4.2.1 Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien

Das Entscheidungsfeld besteht aus drei Teilen, den Handlungsalternativen, den Umweltzuständen und den Ergebnissen. Bei der Bewertung gibt es zwei Entscheidungsfelder, die sich spiegelbildlich gegenüberstehen: Das des potentiellen Käufers und das des potentiellen Verkäufers.

¹³⁵ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 21ff.

¹³⁶ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

¹³⁷ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen des Ertragswertverfahrens, Frankfurt/M. 1994, S. 21.

Aus der Definition der Entscheidung folgt, daß mindestens zwei Alternativen vorliegen müssen, dabei ist eine (außer in dominierten Bewertungssituationen) die Unterlassensalternative, also der Verzicht auf die Unternehmenstransaktion. Die Menge aller sich gegenseitig ausschließender Aktionen oder Aktionsbündel bilden die Handlungsalternativen.¹³⁸

Grundsätzlich müßten alle Alternativen der beteiligten Bewertungsparteien in das Entscheidungsmodell einfließen. Da dieses Totalmodell nicht praktikabel wäre,¹³⁹ beschränkt sich die Unternehmensbewertung auf die Erfassung der Alternative Unternehmenskauf bzw. -verkauf und der optimalen Alternativinvestition am Kapitalmarkt. Dieses Kalkül ist dann nicht anwendbar, wenn die Akquisition aus strategischen Überlegungen gemacht wird.¹⁴⁰ In diesem Fall muß auch die Alternative das strategische Ziel erfüllen. Will sich ein potentieller Unternehmenskäufer unbedingt selbständig machen, ist nicht die Kapitalmarktinvestition das korrekte Vergleichsobjekt, sondern die Neugründung eines Unternehmens. Ziel der Lösung des Entscheidungsproblems ist es, diejenige Alternative zu ermitteln, die die größte Zielerfüllung für den Entscheidungsträger bringt.

Größen, die das Ergebnis der Entscheidung beeinflussen, auf die der Entscheidungsträger aber keinen Einfluß hat, sind die Umweltzustände.¹⁴¹ Gibt es nur einen Umweltzustand, spricht man von einer Entscheidung bei Sicherheit. Gibt es mehrere Umweltzustände und sind deren Eintrittswahrscheinlichkeiten bekannt, handelt es sich um eine Entscheidung bei Risiko. Bei mehreren Umweltzuständen ohne Bekanntheit der Eintrittswahrscheinlichkeiten spricht man von einer Entscheidung unter Unsicherheit.¹⁴²

Bei der Unternehmensbewertung geht man meist von „quasisicheren“ Erwartungen aus. Daher kennen die Entscheidungsmodelle der Unternehmensbewertung nur einen Umweltzustand.¹⁴³ Diese Annahme entspricht nicht der Wirklichkeit. Bei der Unternehmensbewertung handelt es sich um Entscheidungen unter Unsicherheit.

¹³⁸ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 14f.

¹³⁹ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 941.

¹⁴⁰ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 165f.

¹⁴¹ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 23f.

¹⁴² Vgl. ebenda, S. 24.

¹⁴³ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 166.

Diese Unsicherheit bringt die Theorie der Unternehmensbewertung durch das Prognoseproblem zum Ausdruck. Die Unsicherheit wird nicht durch mehrere Umweltzustände im Entscheidungsmodell ausgedrückt, sondern durch die Prognose des richtigen bewertungsrelevanten Umweltzustandes, so daß in das Entscheidungsmodell nur der prognostizierte Umweltzustand Eingang findet. Dadurch wird zwar die Praktikabilität erhöht, das zugrundeliegende Problem der Unsicherheit bleibt jedoch bestehen.

Der dritte Teil des Entscheidungsfeldes sind die Ergebnisse, die den Kombinationen aus Handlungsalternative und Umweltzustand zugeordnet werden. Mit anderen Worten sind die Ergebnisse die Konsequenzen, die mit einer Handlungsalternative A bei Eintritt des Umweltzustandes Z verbunden sind.¹⁴⁴ Diese Ergebnisse können erwünschte (z.B. Gewinn) oder unerwünschte Konsequenzen (z.B. Verlust) sein. Die Zielgrößen beziehen sich dabei bei der Unternehmensbewertung nicht auf einen Zeitpunkt, sondern stellen i.d.R. einen Zahlungsstrom über die Lebensdauer des Unternehmens dar.

3.4.2.2 Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien

Das zweite Basiselement des Entscheidungsmodells zur Unternehmensbewertung stellt das Zielsystem der Bewertungsparteien dar, das wiederum getrennt nach Käufer- und Verkäuferseite betrachtet werden muß.

Das Vorhandensein von Zielen, an denen die Konsequenzen der auszuwählenden Alternativen gemessen werden können, ist konstitutiv für eine rationale Entscheidung.¹⁴⁵ Ziele bringen Wünsche zum Ausdruck, bei denen ein zukünftiger Zustand angestrebt wird, der sich i.d.R. von dem Ausgangszustand unterscheidet.¹⁴⁶ Zunächst müssen die Zielgrößen festgelegt werden. Der Entscheidungsträger muß sich darüber klar werden, welche Konsequenzen der auszuwählenden Handlung für ihn von Bedeutung sind (im positiven oder im negativen Sinne). Nur diesen ausgewählten Konsequenzen werden Ergebnisse zugeordnet.¹⁴⁷

¹⁴⁴ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 23.

¹⁴⁵ Vgl. Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen..., a.a.O., S. 294.

¹⁴⁶ Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 25; ähnlich auch Hauschildt, J.: Entscheidungsziele: Zielbildung in innovativen Entscheidungsprozessen, Tübingen 1977, S. 9.

¹⁴⁷ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 26.

Bei der Unternehmensbewertung spielt die Ergebnisausprägung Gewinn, die zu Einzahlungen beim Entscheidungsträger führt, in fast allen Modellen eine überragende Rolle.¹⁴⁸ Gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen erscheint diese Beschränkung aufgrund der engen Verzahnung von Unternehmer- und Unternehmenszielen unrealistisch. Aber auch bei größeren Unternehmen scheint diese Einschränkung nicht sachgerecht zu sein. Unternehmensübernahmen werden oft aufgrund strategischer Absichten gemacht.¹⁴⁹ Hier können verschiedene Ziele angestrebt werden: Eintritt in neue Märkte, Übernahme von Forschungsergebnissen, Ausbau der Produktpalette, höhere Marktanteile etc. Eine Bewertung einer Unternehmensakquisition ausschließlich auf Gewinngrößen erscheint dann nicht angemessen.

Allein die Festlegung von Zielen ist nicht ausreichend. Daneben muß die Intensität, mit der die Ziele angestrebt werden, festgelegt werden.¹⁵⁰

Die Höhenpräferenz drückt das Ausmaß aus, mit welchem ein Ziel verfolgt wird.¹⁵¹ Entscheidungsmodelle zur Unternehmensbewertung gehen fast ausnahmslos von der Maximierung des Zuflusses finanzieller Mittel aus. Diese Höhenpräferenz muß aber nicht immer der Realität entsprechen.¹⁵²

Die Artenpräferenz ist notwendig, wenn mehrere miteinander konkurrierende Ziele verfolgt werden.¹⁵³ Der häufigste Ausdruck ist eine Zielgewichtung, bei der beispielsweise die Erwünschtheit eines Zuflusses von X Geldeinheiten mit dem Erhalt von Y Arbeitsplätzen verglichen wird.¹⁵⁴

Die Zeitpräferenz drückt die Vorziehenswürdigkeit von Handlungskonsequenzen hinsichtlich des Zeitpunktes ihres Eintritts aus.¹⁵⁵ Sie wird dann notwendig, wenn die Konsequenzen zu verschiedenen Zeitpunkten eintreten.¹⁵⁶ In der Unternehmens-

¹⁴⁸ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 162f.

¹⁴⁹ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 88; Schneider, J.: Der strategische Unternehmenswert, Harvard Manager, o. Jg. (1986), S. 16.

¹⁵⁰ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 26f.

¹⁵¹ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, Stuttgart 1994, S. 66.

¹⁵² Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 163; Moxter, A.: Präferenzstruktur und Aktivitätsfunktion des Unternehmers, ZfbF, 16. Jg. (1964), S. 27.

¹⁵³ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, a.a.O., S. 66f.

¹⁵⁴ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2043.

¹⁵⁵ Vgl. Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, a.a.O., S. 67.

¹⁵⁶ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

bewertung wird das Problem des unterschiedlichen zeitlichen Anfalls von Einzahlungen meist durch Diskontierung gelöst.¹⁵⁷

Die Sicherheitspräferenz drückt die Vorziehwürdigkeit von Ereignissen hinsichtlich der Sicherheit ihres Eintritts aus.¹⁵⁸ Künftige Gewinne aus der zu bewertenden Unternehmung sind unsicher, während das Vergleichsobjekt - soweit aus Vereinfachungsgründen auf eine Anlage am Kapitalmarkt zurückgegriffen wird - „quasisichere“ Einzahlungen hat. Dieser Unterschied hinsichtlich des Eingangs der Einzahlungen wird in den Unternehmensbewertungsmodellen meist durch einen pauschalen Risikozuschlag, der durch einen Aufschlag zum Kalkulationszinsfuß in die Bewertung Eingang findet, berücksichtigt.¹⁵⁹

Das Zielsystem muß für die Unternehmensbewertung vollständig formuliert werden. Nur bei vollständiger Erfassung aller Ziele können Fehlinterpretationen bei der Bewertung verhindert werden. Außerdem müssen die Ziele operational sein, d.h. eine Messung der Zielrealisierung muß möglich sein.¹⁶⁰

Mit dem so aufgestellten Entscheidungsmodell zur Unternehmensbewertung - bestehend aus Entscheidungsfeld, also dem Können des Entscheidungsträgers, und Zielsystem, also dem Wollen des Entscheidungsträgers - ist die Lösung des Bewertungsproblems implizit bereits erreicht. In diesem Modell steckt bereits der Unternehmenswert.¹⁶¹ Um den Grenzpreis explizit ermitteln zu können, bedarf es eines Entscheidungskriteriums, das auf das Bewertungsmodell angewandt wird.¹⁶² Im Rahmen der Unternehmensbewertung finden Bewertungsverfahren Anwendung, die eine Rechenregel zur Ermittlung des kritischen Preises für das zu bewertende Unternehmen darstellen.¹⁶³ Damit stellt sich der Bewertungsvorgang als zweistufiger Prozeß dar:

1. Systematisierung der Bewertungssituation, Aufstellung eines Entscheidungsmodells;
2. Einsatz des Bewertungsverfahrens zur Ableitung des kritischen Preises.

¹⁵⁷ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 164.

¹⁵⁸ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

¹⁵⁹ Vgl. Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 165.

¹⁶⁰ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 28ff.

¹⁶¹ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

¹⁶² Vgl. Laux, H.: Entscheidungstheorie, a.a.O., S. 29.

¹⁶³ Vgl. Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044.

Diese Zweiteilung ist für die Unternehmensbewertung von ganz besonderer Bedeutung. In der ersten Phase findet die qualitative Erfassung von Können und Wollen desjenigen statt, für den die Bewertung durchgeführt wird. Diese Phase ist gerade für kleine und mittlere Unternehmen wichtig, da hier ein starker Zusammenhang von persönlichen Unternehmerzielen und Unternehmenszielen vorliegt. In der zweiten Phase geht es dann um die Quantifizierung der Ergebnisse mit Hilfe eines Bewertungsverfahrens. Dies wird i.d.R. nur möglich sein, wenn die Komplexität reduziert wird und Vereinfachungen am Entscheidungsmodell vorgenommen werden.

Diese Vereinfachungen, die nicht so weit gehen dürfen, daß sie zu Realitätsferne führen, sind in den im folgenden darzustellenden Bewertungsverfahren berücksichtigt. Ziel ist es dabei jedesmal, eine vernünftige Relation von Mitteleinsatz und Aussagewert der Bewertung zu erreichen.¹⁶⁴

3.5 Bewertungsverfahren

Im folgenden werden drei Arten von Rechenregeln zur expliziten Ableitung eines Wertes aus dem Entscheidungsmodell zur Unternehmensbewertung dargestellt. Es sind zum einen substanzwertorientierte Verfahren, bei denen die Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden den Wert des Unternehmens determinieren. Zum zweiten sind es ertragswertorientierte Verfahren, bei denen eine Überschußgröße mit Opportunitätszins oder Kapitalkosten auf ihren Gegenwartswert diskontiert wird. Zum dritten sind es die sogenannten Praktikerverfahren, die mit Hilfe von Marktwerten und „Daumenregeln“ einen Wert feststellen.

Empirische Erhebungen über die Verbreitung von Bewertungsverfahren in Deutschland kommen übereinstimmend zu dem Ergebnis, daß die ertragswertorientierten Verfahren mit Abstand am stärksten zur Anwendung kommen.¹⁶⁵ Substanzwertorientierte Verfahren haben auch eine große Verbreitung, werden aber meist nur als Kontrollgröße zum Ertragswert ermittelt.¹⁶⁶ Für kleine und

¹⁶⁴ Vgl. Aigner, H./Holzer, P.: Die Subjektivität der Unternehmensbewertung, DB, 43. Jg. (1990), S. 2230.

¹⁶⁵ Vgl. Prietzke, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß im Rahmen der Unternehmensbewertung - Eine empirische Analyse, DBW, 55. Jg. (1995), S. 205; Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Eine empirische Erhebung, WPg, 47. Jg (1994), S. 742.

¹⁶⁶ Vgl. Prietzke, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß..., a.a.O., S. 205, die einen Anwendungsanteil von 2/3 für den Substanzwert feststellen. Zu einem anderen Ergebnis kommen Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 742, die nur eine Verbreitung von 4 % feststellen.

mittlere Unternehmen sind auch die sogenannten Praktikerverfahren von großer Bedeutung.¹⁶⁷

Bei allen vorzustellenden Verfahren wäre eine rein schematische Anwendung unangemessen. Alle Verfahren müssen im Einzelfall modifiziert werden, um Besonderheiten des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen.¹⁶⁸

3.5.1 Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren

3.5.1.1 Traditioneller Substanzwert

Der traditionelle Substanzwert bezeichnet den Betrag, der aufzuwenden wäre, wenn das Unternehmen auf der „grünen Wiese“ wieder errichtet werden würde. Dabei wird das Alter der vorhandenen Vermögensgegenstände durch Abschreibungen auf den Anschaffungswert berücksichtigt.¹⁶⁹ Von diesem Betrag werden dann die Schulden abgezogen. In die Rechnung werden nur betriebsnotwendige Vermögensgegenstände und Schulden einbezogen, die zur Erreichung des Sachziels des Unternehmens unabdingbar sind.¹⁷⁰

Dabei wird aus Gründen der Praktikabilität nur ein Teilrekonstruktionswert ermittelt, d.h. nur Vermögensgegenstände, die einzeln bewertbar sind, finden Berücksichtigung. Ausgangspunkt einer traditionellen Substanzwertermittlung ist daher das Inventar des Unternehmens.¹⁷¹

Damit ist der Substanzwert die Summe der Werte der einzelnen Vermögensgegenstände des betriebsnotwendigen Vermögens, sofern sie einzeln bewertbar sind, abzüglich der Schulden.

Die Befürworter des Substanzwertes sehen den größten Vorteil in der Umgehung des Prognoseproblems. Ihrer Meinung nach ist die Substanz in vielen Fällen „diejenige Basisgröße des Unternehmenswertes, die er (*der Bewerter, S.B.*) erfassen, fixieren und damit sichern kann.“¹⁷² Es ist zwar möglich, den Substanzwert relativ einfach zu berechnen, es ist jedoch fraglich, ob dieser Wert eine Bedeutung hat.

¹⁶⁷ Vgl. Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Ergebnisse einer Umfrage bei dem steuerberatenden Berufsstand, DStR, 33. Jg. (1995), S. 1203f.

¹⁶⁸ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 113f.

¹⁶⁹ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 26f.

¹⁷⁰ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 815.

¹⁷¹ Vgl. Matschke, M. J.: Unternehmensbewertung - Wertarten nach Art ihrer Ermittlung, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 975.

¹⁷² Hosterbach, E.: Unternehmensbewertung - Die Renaissance des Substanzwertes, DB, 40. Jg. (1987), S. 902.

So verstößt der Substanzwert gegen den Grundsatz der Bewertungseinheit, da nur einzelne Vermögenswerte addiert werden. Dieser elementare Verstoß führt leicht zu unkorrekten Wertansätzen. Maschinen und Anlagen haben nur eine Bedeutung in einem Zusammenhang mit der Kenntnis der Arbeiter, die an ihnen arbeiten, den Vertriebswegen für die produzierten Güter, dem vorhandenen Kundenstamm etc. Diese Zusammenhänge werden durch den Substanzwert nicht erfaßt. Die Umgehung des Prognoseproblems wird nur durch Verstoß gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung erreicht. Vergangenheitsdaten, wie sie in der Substanz des Unternehmens zum Ausdruck kommen, sind aber irrelevant für die Möglichkeit, mit dem Unternehmen eigene Ziele zu realisieren.¹⁷³ Daher ist der traditionelle Substanzwert für die Entscheidung „Kauf bzw. Verkauf des Unternehmens“ von keiner Bedeutung.

Der Substanzwert kann leicht zu unplausiblen Werten führen. Man denke an ein Unternehmen, das seit Jahren Verluste macht, aber über teure Grundstücke verfügt. Dieses Unternehmen hätte einen hohen Substanzwert. „It will benefit the owner of an enterprise nothing to possess a company with costly assets. What the owner wants is profitableness, not expensiveness.“¹⁷⁴

Auch die ausschließliche Einbeziehung von einzelbewertbaren Vermögensgegenständen zeigt die Unbeachtlichkeit des Substanzwertes. Zunehmend bedeutender werden immaterielle Werte, die nicht einzeln bewertbar sind: Humankapital, Technologien, Kundenstamm, Qualität des Managements, Marketingfähigkeiten etc.^{175,176}

Aus diesen Ausführungen folgt, daß der Substanzwert für die Ermittlung von Unternehmenswerten grundsätzlich nicht geeignet ist. In einigen Fällen erlangt der Substanzwert dennoch Bedeutung. Das Wirtschaftsprüfer-Handbuch¹⁷⁷ schreibt ihm folgende Hilfsfunktionen zu:

¹⁷³ Vgl. Sieben, G./Kirchner, M.: Renaissance des Substanzwertes?, DBW, 48. Jg. (1988), S. 541.

¹⁷⁴ Bonbright, J. C.: The Valuation of Property, Vol. I, New York u.a. 1937, S. 238. Im Original mit Hervorhebungen.

¹⁷⁵ Vgl. Aigner, H./Holzer, P.: Die Subjektivität..., a.a.O., S. 2229.

¹⁷⁶ In einer Untersuchung hat die amerikanische Unternehmensberatung Interbrand den Substanzwert von McDonald's auf 17 Mrd. US-\$ geschätzt. Der Börsenwert von McDonald's lag aber zur gleichen Zeit bei ca. 33 Mrd. US-\$. In der Differenz kommt nach Ansicht von Interbrand das know-how und der Wert der Marke McDonald's zum Ausdruck. Vgl. o.V.: Broad, deep, long and heavy, The Economist, 153. Jg., 16th November 1996, S. 84.

¹⁷⁷ Vgl.: Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 124f.

- Ermittlung der Grunddaten für Rechnungen, die von der Substanz abhängen (zukünftige Abschreibungen etc.)
- Ermittlung zukünftiger Einzahlungs- und Auszahlungsreihen, die von der Substanz abhängen (Reinvestitionen in die Substanz etc.)
- Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens.

Neben diesen Hilfsfunktionen kann der traditionelle Substanzwert aber auch zu korrekten Werten führen, wenn die erwünschte Zielerfüllung von der Erlangung der Unternehmenssubstanz abhängt. Dies ist z.B. beim erwünschten Aufkauf von Warenbeständen, Produktionsmitteln oder Immobilien der Fall.

3.5.1.2 Substanzwert im Sinne von ersparten Aufwendungen

Ausgehend von der starken Kritik der betriebswirtschaftlichen Theorie an dem traditionellen Substanzwert entwickelte *Sieben*¹⁷⁸ in den 60er Jahren den Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen.

Der Nutzen der Substanz besteht für den potentiellen Käufer eines Unternehmens, darin, daß ihm zukünftige Ausgaben erspart bzw. zeitlich hinausgeschoben werden.¹⁷⁹ Diese Interpretation ist in die betriebswirtschaftliche Literatur mit der dynamischen Bilanztheorie von *Schmalenbach* eingeführt worden. Danach ist die Bilanz der „Kräftespeicher des Unternehmens“,¹⁸⁰ der Einnahmen und Ausgaben späterer Perioden abbildet.

Das Bewertungsobjekt wird mit der alternativen Neugründung eines Unternehmens, nach den Wünschen des potentiellen Käufers, verglichen. Darin kommt auch die Subjektivität dieses Wertes zum Ausdruck. Die Substanz des Bewertungsobjekts hat, abhängig vom Zielsystem des potentiellen Käufers, eine unterschiedliche Bedeutung.¹⁸¹

Formal werden bei der Bewertung mit dem Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen zwei Zahlungsreihen betrachtet: zum einen der Barwert der Differenz aus Einnahmen und Ausgaben des zu bewertenden Unternehmens; zum anderen der

¹⁷⁸ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte der Unternehmensbewertung, ZfB, 33. Jg. (1963), S. 37ff.

¹⁷⁹ Vgl. ebenda, S. 40.

¹⁸⁰ Schmalenbach, E.: Dynamische Bilanz, 13. Auflage, Köln u.a. 1963, S. 74.

¹⁸¹ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte..., a.a.O., S. 41; Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren zur Bewertung von Unternehmen in der ehemaligen DDR, BFuP, 43. Jg. (1991), S. 157.

Barwert der Differenz aus Einnahmen und Ausgaben des neu zu errichtenden Unternehmens. Die Differenz bildet den Substanzwert im Sinne von *Sieben*:¹⁸²

$$(3.16) \text{ SubW} = (E_{BO} - A_{BO}) - (E_{neu} - A_{neu})$$

Mit: SubW = Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen

E_{BO} = Barwert der Einnahmen des Bewertungsobjekts

A_{BO} = Barwert der Ausgaben des Bewertungsobjekts

E_{neu} = Barwert der Einnahmen des neu zu errichtenden Unternehmens

A_{neu} = Barwert der Ausgaben des neu zu errichtenden Unternehmens

Durch Umformen ergibt sich:

$$(3.17) \text{ SubW} = (E_{BO} - E_{neu}) - (A_{BO} - A_{neu})$$

Nimmt man an, daß die Einnahmen aus Bewertungsobjekt und neu zu errichtendem Unternehmen gleich sind, wird der erste Klammerausdruck null. Es ergibt sich:

$$(3.18) \text{ SubW} = A_{BO} - A_{neu} \quad ^{183}$$

Der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen entspricht der Differenz von Ausgaben des zu bewertenden Unternehmens und des neu zu gründenden Unternehmens. Bei einem positiven Substanzwert würde sich die Unternehmensübernahme lohnen, bei einem negativen Substanzwert wäre es für den präsumtiven Käufer günstiger, ein Unternehmen nach seinen Vorstellungen neu zu gründen.

Damit ist der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen auch geeignet, im Rahmen der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption relevante Informationen zur Verfügung zu stellen. In dieser Konzeption ist der Substanzwert zukunftsbezogen, da die künftigen Ausgaben des Bewertungsobjekts und des

¹⁸² Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 35.

¹⁸³ Vgl. Sieben, G.: Neue Aspekte..., a.a.O., S. 46.

alternativ neu zu errichtenden Unternehmens Eingang in die Bewertung finden. Dies ist notwendig, da sich die zukünftigen Ausgaben bei Bewertungs- und Vergleichsobjekt unterscheiden. Beim Vergleichsobjekt muß die Marktstellung erst geschaffen werden. Dies stellt für den potentiellen Käufer Substanz des Unternehmens dar, die ihm zukünftige Ausgaben erspart.¹⁸⁴ Außerdem wird das Unternehmen als Gesamtheit betrachtet, so daß kein Verstoß gegen den Grundsatz der Bewertungseinheit vorliegt.¹⁸⁵

Diese Konzeption des Substanzwertes hat sich inzwischen in Theorie und Praxis durchgesetzt.¹⁸⁶ Bedeutung hat der Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen auch bei der Privatisierung der ehemals volkseigenen Unternehmen in der DDR erlangt. Aufgrund der Unmöglichkeit, die zukünftige Ertragsentwicklung der Unternehmen beim Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft abzuschätzen, griff man auf den Substanzwert im Sinne von *Sieben* zurück.¹⁸⁷

Problematisch an dieser Konzeption ist die Ermittlung der Errichtungskosten für das neue Unternehmen. Hier stellt sich insbesondere die Frage, wie man immaterielle Vermögensgegenstände bewerten soll. Dazu ist man auf Schätzungen angewiesen, für die es noch keine fundierten Methoden gibt. So kann man z.B. eine Marke und ihren Bekanntheitsgrad nur schwer bewerten.¹⁸⁸ Außerdem ist die Rekonstruktion des Unternehmens nicht in jedem Fall eine realistische Alternative (vgl. auch Kapitel 4.2.4).

3.5.1.3 Liquidationswertverfahren

Unter der Liquidation versteht man die Zerschlagung eines Unternehmens, bei der alle bestehenden rechtlichen Beziehungen abgewickelt und die Schulden zurückgezahlt werden.¹⁸⁹ Der Liquidationserlös steht den Gesellschaftern zu.

Um den Wert eines Unternehmens in der Liquidation ermitteln zu können, muß man die Going-Concern Prämisse, die die Fortführung des Unternehmens unterstellt,

¹⁸⁴ Vgl. Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren..., a.a.O., S. 158; Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 819.

¹⁸⁵ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 819.

¹⁸⁶ Vgl. Schmidt, R.: Der Sachzeitwert..., a.a.O., S. 36ff. mit umfassenden Literaturnachweisen.

¹⁸⁷ Vgl. Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren..., a.a.O., S. 155f.

¹⁸⁸ Vgl. Varaiya, N./Kerin, R. A./Weeks, D.: The Relationship Between Growth, Profitability and Firm Value, Strategic Management Journal, Vol. 8 (1987), S. 492.

¹⁸⁹ Vgl. von Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept - Eine Möglichkeit zur Herauslösung krisenhafter Tochtergesellschaften, Hamburg 1989, S. 163.

aufgeben. Daher werden bei der Liquidationsbewertung nicht wie beim Substanzwertverfahren die Vermögensgegenstände zu Wiederbeschaffungskosten, sondern zu Veräußerungserlösen bewertet. Von der Summe der zu Veräußerungserlösen bewerteten Vermögensgegenstände müssen dann die Verbindlichkeiten abgezogen werden.¹⁹⁰ Außerdem müssen noch die Kosten der Liquidation Berücksichtigung finden, wie Sozialplanverpflichtungen, Abbruch- und Sanierungskosten und Steuerbelastungen durch die Auflösung von stillen Reserven.¹⁹¹

Der Liquidationswert hat für die Unternehmensbewertung eine besondere Bedeutung. Der Liquidationswert stellt für den rational handelnden Entscheidungsträger die absolute Wertuntergrenze dar.¹⁹² Ist der Liquidationswert größer als der Fortführungswert, muß das Unternehmen von einem nach dem ökonomischen Prinzip handelnden Entscheidungsträger liquidiert werden. Es wird noch zu diskutieren sein, ob dies in allen Fällen eine realistische Alternative ist (vgl. Kapitel 4.2.4).

3.5.2 Ertragswertorientierte Verfahren

3.5.2.1 Wesen des Kapitalisierungsvorganges

Die ertragswertorientierten Verfahren der Unternehmensbewertung beruhen auf der neoklassischen Theorie des Zinses, die hauptsächlich von *Fisher* geprägt wurde.¹⁹³

Kann ein potentieller Unternehmenskäufer kein Geld leihen, muß er den Kauf mit privaten Mitteln finanzieren. In diesem Fall konkurriert der Kauf des Unternehmens mit den persönlichen Konsumwünschen, die bei Realisierung der Unternehmenstransaktion zurückstehen müßten.¹⁹⁴

Führt man nun das Idealbild des vollkommenen Kapitalmarkts ein, ändert sich diese Sichtweise. Ein vollkommener Kapitalmarkt ist geprägt durch die Abwesenheit von Steuern und Transaktionskosten und homogenen, also gleichgerichteten, Erwartungen aller Marktteilnehmer. Außerdem kann jeder Marktteilnehmer zum

¹⁹⁰ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen..., a.a.O., S. 816.

¹⁹¹ Vgl. Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

¹⁹² Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 10; Sieben, G.: Zur Wertfindung..., a.a.O., S. 2044; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 120.

¹⁹³ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 29.

¹⁹⁴ Vgl. Milgrom, P./Roberts, J.: Economics, Organization..., a.a.O., S. 449.

Marktzins unbegrenzt Geld leihen und anlegen, m.a.W. der Sollzins entspricht dem Habenzins.¹⁹⁵ Auf dem vollkommenen Kapitalmarkt kann jedes Wirtschaftssubjekt mit Hilfe von Kreditaufnahme und Sparen jeden beliebigen seinen speziellen Konsumwünschen entsprechenden Zahlungsstrom erstellen. Eine Konkurrenz von Investition und Konsum liegt nicht mehr vor.

Diese sogenannte *Fisher Separation* trennt die Betrachtung von privaten Haushalten als Begünstigte eines Zahlungsstroms und Unternehmen als Instrument zur Einkommenserzielung.¹⁹⁶ Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt kann die Vorteilhaftigkeit eines Unternehmenskaufs isoliert ermittelt werden.

Obwohl die Annahme des vollkommenen Kapitalmarkts unrealistisch ist, erlaubt es die *Fisher Separation*, Prognoserechnungen beherrschbar zu machen und somit betriebswirtschaftliche Entscheidungen zu verbessern.¹⁹⁷ Eine theoretisch richtige Erweiterung um sämtliche Konsummöglichkeiten des Entscheidungsträgers würde die Investitionskalküle nicht mehr handhabbar werden lassen.¹⁹⁸

Betrachtet man einen Zahlungsstrom, kann man ihn durch drei Dimensionen kennzeichnen: Breite, Unsicherheit und zeitlicher Anfall von Ein- und Auszahlungen.¹⁹⁹ *Fisher* vernachlässigt bei seiner Analyse zunächst die Unsicherheit der Zahlungsgrößen. Gesucht ist also ein Kriterium, mit dem die Vorteilhaftigkeit von Zahlungsströmen, z.B. aus einem Unternehmen, die in Breite und zeitlicher Struktur verschieden sind, ermittelt werden kann. Das von *Fisher* verwendete Kriterium ist der Gegenwartswert des Zahlungsstroms²⁰⁰, bei dem die Differenz aus Ein- und Auszahlungen mit einem Kapitalisierungszinsfuß auf den gegenwärtigen Zeitpunkt diskontiert wird:

$$(3.19) \quad C_j = -A_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(E_t - A_t)}{(1+i)^t}$$

mit: C_j = Gegenwartswert (Kapitalwert) des Zahlungsstroms j

A_0 = Anfangsauszahlung zur Realisierung des Zahlungsstroms j

¹⁹⁵ Vgl. Franke, G./Hax, H.: Finanzwirtschaft..., a.a.O., S. 153.

¹⁹⁶ Vgl. Schirmeister, R.: Theorie finanzmathematischer Investitionsrechnungen bei unvollkommenem Kapitalmarkt, München 1990, S. 10.

¹⁹⁷ Vgl. Spremann, K.: Investition und Finanzierung, 4. Auflage, München u.a. 1991, S. 411f.

¹⁹⁸ Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 57.

¹⁹⁹ Vgl. Fisher, I.: The Theory of Interest, New York 1930, S. 71.

²⁰⁰ Vgl. ebenda, S. 130ff.

E_t = Einzahlungen in den Jahren $t = 1, \dots, T$

A_t = Auszahlungen in den Jahren $t = 1, \dots, T$

i = Kalkulationszins

Ist der Gegenwartswert (die Investitionsrechnung bezeichnet dieses Konzept als Kapitalwert) eines Zahlungsstroms größer als Null, sollte der Zahlungsstrom realisiert werden, also das Unternehmen gekauft werden (absolute Vorteilhaftigkeit). Sind mehrere Zahlungsströme mit positiven Kapitalwerten zu vergleichen, sollte derjenige mit dem höchsten positiven Kapitalwert realisiert werden (relative Vorteilhaftigkeit).²⁰¹

In diesem Konzept hat der Kapitalisierungszins zunächst eine mathematische Funktion: Erreicht wird die Vergleichbarkeit von Zahlungsströmen unterschiedlicher Breite bei unterschiedlichem zeitlichen Anfall. Diese rechnerische Eigenschaft wird von jedem beliebigen Kapitalisierungszinsfuß erfüllt. Wenn man sich aber die großen Unterschiede, die eine Variation des Kapitalisierungszinsfußes für den errechneten Kapitalwert bedeutet (eine Reduktion um die Hälfte bedeutet eine Verdoppelung des Kapitalwertes), vor Augen führt, muß man die Auswahl eines Zinsfußes mit äußerster Sorgfalt betreiben.²⁰²

Bei der Auswahl des Kapitalisierungszinsfußes ist daher dessen ökonomische Bedeutung zu beachten. Mit dem Kalkulationszins soll aus ökonomischer Sicht ein Vergleich mit der besten Alternative ohne Unternehmenstransaktion zum Ausdruck kommen.²⁰³ Legt man diesen Opportunitätszins zu Grunde, wird der Kapitalwert nur dann positiv, wenn der gleiche Zahlungsstrom von dem Entscheidungsträger nicht günstiger erworben werden kann (unterstellt man reines Interesse an Einzahlungen). Vergleicht man diese Überlegungen mit den Ausführungen zur Systematisierung der Bewertungssituation (vgl. Kapitel 3.4 dieser Arbeit), erkennt man, daß in dem Kapitalisierungszinsfuß das Entscheidungsfeld des potentiellen Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers zum Ausdruck kommt. Damit leistet die Auswahl eines

²⁰¹ Vgl. Franke, G./Hax, H.: Finanzwirtschaft..., a.a.O., S. 166ff.

²⁰² Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 125.

²⁰³ Vgl. ebenda, S. 124; Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 944; Jaensch, G.: Ein einfaches Modell der Unternehmensbewertung ohne Kalkulationszinsfuß, ZfbF, 18. Jg. (1966), S. 661.

Kapitalisierungszinsfußes eine erhebliche Komplexitätsreduktion des Unternehmensbewertungskalküls.²⁰⁴

3.5.2.2 Ertragswertverfahren

3.5.2.2.1 Bewertungsprinzip

Mit (3.19) läßt sich die Frage nach dem Wert des Unternehmens, dem Grenzpreis eines speziellen Entscheidungsträgers, noch nicht beantworten. Ausgehend von dem Kriterium der Vorteilhaftigkeit eines Zahlungsstroms, daß der Kapitalwert positiv sein muß:

$$(3.20) \quad C_j > 0$$

ergibt sich:

$$(3.21) \quad \sum_{t=1}^T \frac{(E_t - A_t)}{(1+i)^t} > A_0$$

Die Anschaffungsauszahlung A_0 entspricht dem Preis, der für das Unternehmen zu zahlen wäre. Der Preis muß größer sein als der linke Ausdruck von (3.21), der mithin der Grenze der Kompromißbereitschaft des Investors entspricht. Unterstellt man, daß der Unternehmenseigner keine Nachschußpflicht für anfallende Verluste hat und eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens²⁰⁵, läßt sich schreiben:

$$(3.22) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

²⁰⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 167f.

²⁰⁵ Diese unrealistische Annahme wird eingeführt, um die Probleme einer Prognose der Lebensdauer des Unternehmens und des Liquidationserlöses zu umgehen. Vgl. zur Kritik an dieser Annahme Kruschwitz, L./Löffler, A.: Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: Kruschwitz, L./Löffler, A.: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 43ff.

(3.22) ist die Grundformel des Ertragswertverfahrens der Unternehmensbewertung. Nimmt man unendliche Laufzeit und gleiche Höhe der Einzahlungen an, ergibt sich die sogenannte kaufmännische Kapitalisierungsformel:²⁰⁶

$$(3.23) W = \frac{E}{i}$$

Schon *Schmalenbach* bezeichnete den Ertragswert als den „weitaus... wichtigste(n)“²⁰⁷ für Anlagen und Unternehmungen. Das Ertragswertverfahren hat sich in Deutschland aber erst allmählich zum Bewertungsstandard entwickelt.²⁰⁸ So wird es jetzt vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer favorisiert: „Der Barwert der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens.“²⁰⁹

Gleichung (3.23) bringt die zweistufige Struktur der Unternehmensbewertung zum Ausdruck. Einerseits ist es die Einzahlungsgröße *E*. Unterstellt man alleiniges Interesse an monetären Ergebnissen, sind dies die Zahlungen des Unternehmens an den Eigentümer. Allgemeiner formuliert handelt es sich um die Beiträge des Unternehmens zur Zielerreichung des Entscheidungsträgers. *E* ist mithin Ausdruck der Beiträge zum Zielsystem des Entscheidungsträgers. Andererseits ist es der Kalkulationszinsfuß, der - wie oben erläutert - Ausdruck des Entscheidungsfeldes ist. Das Ertragswertverfahren bildet damit die beiden Elemente des Entscheidungsmodells der Unternehmensbewertung ab und reduziert somit die Komplexität des Bewertungskalküls.

3.5.2.2.2 Überlegungen zum Kalkulationszinsfuß

Der theoretisch richtige Kalkulationszinsfuß wäre der interne Zinsfuß der optimalen Alternative, die dem Entscheidungsträger offensteht.²¹⁰ Die praktische Umsetzung

²⁰⁶ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4323.

²⁰⁷ Schmalenbach, E.: Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung, 12. Jg. (1917/18), S. 1.

²⁰⁸ Eine historische Übersicht über die Durchsetzung des Ertragswertverfahrens in Theorie, Praxis und Rechtsprechung findet sich bei Münstermann, H.: Der Zukunftsentnahmewert der Unternehmung und seine Beurteilung durch den Bundesgerichtshof, BFuP, 32. Jg. (1980), S. 114ff.

²⁰⁹ Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 469.

²¹⁰ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 6; Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 332.

dieser Forderung ist allerdings schwierig. In Theorie und Praxis wird insbesondere das folgende Näherungsverfahren verwendet:

Ausgegangen wird vom landesüblichen Zinsfuß, der Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand. Dieser muß mit dem Ertrag aus dem Unternehmen vergleichbar gemacht werden. Dies verlangt eine Angleichung hinsichtlich Risiko, Inflations- und Steuerwirkung. Dies wird durch Zu- bzw. Abschläge zum landesüblichen Zinsfuß erreicht.²¹¹

Die Einzahlungen aus der öffentlichen Anleihe sind quasi-sicher, der Anleger ist in der Position des Fremdkapitalgebers. Die Einzahlungen an den Unternehmenseigner unterliegen dagegen dem allgemeinen Unternehmerrisiko, der Anleger ist in der Position des Eigenkapitalgebers. Als Eigenkapitalgeber erhält der Anleger unsichere Einzahlungen, haftet (bei Personengesellschaften) mit seinem Privatvermögen für Verluste und hat erheblich schlechtere Wiederverkaufsbedingungen aufgrund der geringeren Fungibilität von Unternehmensanteilen²¹² (ausgenommen sind börsennotierte Aktien). Dieses Risiko muß durch einen höheren Ertrag aus der Investition in das Unternehmen als aus der Finanzinvestition abgegolten werden. Dies kann entweder durch einen Zuschlag zum Kalkulationszinsfuß oder durch Ansatz der Sicherheitsäquivalente der Einzahlungen ausgedrückt werden. Der Ertragswert berechnet sich im ersten Fall folgendermaßen:

$$(3.24) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i+z)^t}$$

mit: z = Risikozuschlag

Die Höhe des Risikozuschlags müßte sich aus der subjektiven Risikonutzenfunktion des risikoscheuen Investors ergeben, diese ist aber i.d.R. unbekannt.²¹³ Ein „Greifen“ des Risikozuschlags, wie es in der Praxis sehr beliebt ist,²¹⁴ erscheint unangemessen.

²¹¹ Vgl. Coenenberg, A.G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 6.

²¹² Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 214ff.; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 100; Baetge, J./Krause, C.: Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 434f.; Siepe, G.: Das allgemeine Unternehmerrisiko bei der Unternehmensbewertung (Ertragswertermittlung), DB, 39. Jg. (1986), S. 705.

²¹³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 171.

²¹⁴ Vgl. Siegel, T.: Methoden der Unsicherheitsberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, WiSt, 20. Jg. (1992), S. 23.

Theoretisch exakt wird die Höhe des Risikozuschlags über die Methode der Sicherheitsäquivalente berechnet.

Das Sicherheitsäquivalent bezeichnet diejenige sichere Einzahlung S , bei der der Entscheidungsträger zwischen der unsicheren Einzahlung X und S indifferent ist.²¹⁵

Es ist also derjenige sichere Betrag, dem der Entscheidungsträger den gleichen Nutzen beimißt wie dem unsicheren Betrag, der beispielsweise von dem Unternehmen erwirtschaftet wird. Bezogen auf das Ertragswertverfahren wird bei Ansatz der Sicherheitsäquivalente der Einzahlungen aus dem Unternehmen die Überschußgröße nutzenäquivalent mit der Alternativanlage. Die Methode der Sicherheitsäquivalente und die Methode des Risikozuschlags, bei der der Kalkulationszinsfuß risikoäquivalent zur Alternative ist, müssen zum selben Ergebnis führen. Geht man vereinfachend vom Fall der ewigen Rente aus (Gleichung 3.23), ergibt sich:

$$(3.25) \quad W = \frac{S}{i} = \frac{E}{i + z}$$

mit: S = Sicherheitsäquivalent der Einzahlung E

Durch Umformen läßt sich die notwendige Höhe des Risikozuschlags ermitteln:²¹⁶

$$(3.26) \quad z = \left(\frac{E}{S} - 1 \right) * i$$

Anders herum läßt sich auch die Höhe der Sicherheitsäquivalente berechnen:²¹⁷

$$(3.27) \quad S = \frac{E}{i + z} * i$$

Diese Ableitung setzt sich dem Vorwurf des Zirkelschlusses aus, der Risikozuschlag kann nur bei Kenntnis der Sicherheitsäquivalente ermittelt werden und umgekehrt.

²¹⁵ Vgl. Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 75.

²¹⁶ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 7.

²¹⁷ Vgl. ebenda.

Für Zwecke der Unternehmensbewertung reicht es allerdings aus, wenn der potentielle Käufer bzw. Verkäufer in der Lage ist, eine unsichere Zahlungsreihe mit einem sicheren Betrag gleichzusetzen.²¹⁸ Also muß der Entscheidungsträger beispielsweise in der Lage sein, zwei gleich wahrscheinlichen Einzahlungen von 150 und 100 das Sicherheitsäquivalent 120 zuzuordnen. Damit wären die Sicherheitsäquivalente als Ausgangspunkt vorhanden.

Dann kann die vorgenommene Ableitung als Plausibilitätskontrolle angewendet werden. Dies läßt sich an folgendem Beispiel zeigen:²¹⁹

Mit gleicher Wahrscheinlichkeit erlöst ein Unternehmen im günstigen Fall 120.000 DM und im ungünstigen Fall 80.000 DM. Der Erwartungswert der Zahlung beträgt also 100.000 DM. Es wird ein landesüblicher Zinsfuß von 8 % angenommen. Um die Plausibilität der Risikozuschläge zu prüfen, werden die den Zuschlägen zuzurechnenden Sicherheitsäquivalente mit (3.28) berechnet:

Risikozuschlag	Sicherheitsäquivalent
1,0 %-Punkt	88.889 DM
1,5 %-Punkt	84.210 DM
2,0 %-Punkt	80.000 DM
2,5 %-Punkt	76.190 DM

Tab. 3.2: Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente

(Quelle: Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung, a.a.O., S. 7)

Es zeigt sich, daß Risikozuschläge ab 2,0 %-Punkt unplausibel sind. Ein Zuschlag von 2,0 %-Punkt würde aussagen, daß eine sichere Zahlung von 80.000 DM gleich einer Zahlung, die ebenfalls mindestens 80.000 DM, aber im Erwartungswert 100.000 DM bringt, geschätzt wird.

Die Methode des Risikozuschlags wird in der Praxis bevorzugt.²²⁰ Die Rechtsprechung veranschlagt i.d.R. Risikozuschläge zwischen 0,5 %-Punkt und 1,5 %-Punkt.²²¹ In

²¹⁸ Vgl. Siegel, T.: Unsicherheitsberücksichtigung..., a.a.O., S. 23.

²¹⁹ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung..., a.a.O., S. 7f.; Ballwieser, W.: Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, BFuP, 33. Jg. (1981), S. 103.

²²⁰ Vgl. Prietze, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß..., a.a.O., S. 210; Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S. 744.

²²¹ Vgl. o.V.: Brauerei: Unternehmensbewertung, Urteil des BayObLG, Beschluß vom 19.10.1995- 3 Z BR 17/90, BB, 51. Jg. (1996), S. 261.

dieser Arbeit wird im folgenden, aufgrund ihrer praktischen Bedeutung, ebenfalls diese Methode zugrunde gelegt.

Neben der Risikoäquivalenz der betrachteten Alternative und des Vergleichsobjekts muß auch Kaufkraftäquivalenz hergestellt werden. Die Inflation beeinflusst die Konsummöglichkeiten, die mit den Einzahlungen aus dem Unternehmen realisiert werden können. Unterliegt das Vergleichsobjekt, die Finanzinvestition, der Geldentwertung in anderer Weise, muß Äquivalenz zwischen beiden hergestellt werden.²²²

Die Finanzinvestition hat einen nominalen Mittelzufluß zur Folge, der mit steigender Inflation geringeren Konsum zuläßt. Das Unternehmen kann dahingegen inflationsbedingte Kostensteigerungen i.d.R. durch höhere Preise an seine Kunden überwälzen. Bei voller Überwälzungsmöglichkeit werden die Konsummöglichkeiten, die mit den Einzahlungen durch das Unternehmen erreicht werden, also nicht beeinflusst. Daher muß der Kalkulationszinsfuß um einen Geldentwertungsabschlag vermindert werden.²²³ Die volle Überwälzung der Geldentwertung durch Unternehmen ist aber nicht in jedem Falle realistisch. Gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen, die Zulieferer großer Unternehmen mit großer Markt- und Verhandlungsmacht (z.B. Autozulieferer) sind, muß an der Überwälzungsmöglichkeit gezweifelt werden. Auch die theoretische Begründung eines Geldentwertungsabschlages ist in Unsicherheitsmodellen, bei denen von einer unbekannten Inflationsrate und Überwälzungsmöglichkeit ausgegangen wird, nur unter sehr restriktiven Bedingungen möglich.²²⁴ Aus diesen Gründen verzichtet die Praxis in Zeiten niedriger Inflation meist auf den Ansatz eines Geldentwertungsabschlages.²²⁵ Daher wird ein Geldentwertungsabschlag auch hier vernachlässigt.²²⁶

Die Einzahlungen aus Unternehmens- und Vergleichsinvestition müssen gleiche Verfügbarkeit für den Investor haben. Steuern mindern die Verfügbarkeit der Einzahlungen und sind daher für die Unternehmensbewertung relevant. Auf

²²² Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 275f.

²²³ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O, Sp. 4326.

²²⁴ Vgl. zu einer Ableitung Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung bei unsicherer Geldentwertung, ZfbF, 40. Jg. (1988), S. 806ff.

²²⁵ Vgl. Korth, H.-M.: Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen betriebswirtschaftlicher Unternehmenswertermittlung, Marktpreisabgeltung und Rechtsprechung - Eine Betsandsaufnahme für die Praxis, BB, 47. Jg. (1992), Beilage 19, S. 12.

Unternehmensebene sind nur die Ergebnisse nach Steuern relevant (auch nur diese stehen für Einzahlungen an den Investor zur Verfügung). Die privaten Steuern werden dabei vernachlässigt. Dies setzt voraus, daß Alternativinvestition und Unternehmensertrag beim Investor in gleicher Weise den Steuern unterliegen.²²⁷ Im folgenden wird von dieser - nicht immer realistischen²²⁸ - Prämisse ausgegangen. Eine Betrachtung dieses Problemkreises würde den Rahmen dieser Untersuchung sprengen.

Mit diesen Maßnahmen ist die grundsätzliche Vergleichbarkeit von Finanzinvestition und Unternehmensinvestition erreicht. Problematisch bleibt aber die unterschiedliche Laufzeit der betrachteten Alternativen. Während die Unternehmensinvestition eine unendliche Laufzeit hat, ist die Finanzinvestition zeitlich beschränkt. Der Kalkulationszinsfuß muß die am Bewertungsstichtag möglich erscheinende Verzinsung des Kapitals ausdrücken.²²⁹ In dem Stichtagszins kommen die aggregierten Erwartungen aller Marktteilnehmer über künftige Zinsentwicklungen zum Ausdruck, so daß sie einen sehr guten Schätzer für zukünftige Zinsentwicklungen darstellen.²³⁰ Da die Herstellung der Laufzeitäquivalenz ein allgemeines Problem der Unternehmensbewertung ist und nicht spezifisch den kleinen und mittleren Unternehmen zuzuordnen ist, wird für diese Untersuchung von dem jeweiligen Stichtagszins von langlaufenden öffentlichen Anleihen als Näherungslösung für die Bemessung des Kalkulationszinsfußes ausgegangen. In der Literatur finden sich Methoden, mit denen sich - ausgehend vom Marktzins am Stichtag - exaktere Lösungen finden lassen.²³¹

3.5.2.2.3 Überlegungen zur Überschußgröße

²²⁶ So auch Ballwieser, W.: Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, G./Gerke, W. et al. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 162.

²²⁷ Vgl. Sieben, G.: Unternehmensbewertung, a.a.O., Sp. 4326.

²²⁸ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 131ff.

²²⁹ Vgl. Siegel, T.: Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, BFuP, 46. Jg. (1994), S. 460; Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko und Unternehmensbewertung: Das Basiszinsfuß-Problem bei der Ertragswertermittlung, ZfB, 66. Jg. (1996), S. 1088.

²³⁰ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 134; Baetge, J./Krause, C.: Die Berücksichtigung des Risikos..., a.a.O., S. 449.

²³¹ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 133; Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko..., a.a.O., S. 1081ff.; Wilkens, M.: Ermittlung und Verwendung marktzinsorientierter und laufzeitkongruenter Kalkulationszinssätze in der Kapitalwertmethode, WiSt, 23. Jg. (1995), S. 461ff.; Rolfes, B.: Marktzinsorientierte Investitionsrechnung, ZfB, 63. Jg. (1993), S. 691ff.

Das zweite Element des Ertragswertverfahrens aus (3.23) ist die Überschußgröße E. Theoretisch muß E die gesamten Beiträge des Unternehmens zur Zielrealisierung des Investors abbilden. Praktisch werden i.d.R. nur die finanziellen Erträge in das Bewertungskalkül einbezogen.²³²

Entscheidungsrelevant sind die Zahlungsströme, die zwischen Unternehmen und Investor fließen. Für den Eigner sind dies Einzahlungen, für das Unternehmen Auszahlungen. Insofern ist der Begriff „Ertragswert“ mißverständlich. In der theoretisch korrekten Ausgestaltung werden Zahlungen und nicht Erträge betrachtet.²³³

Da der zukünftige Unternehmenseigner (sofern er eine Mehrheitsbeteiligung erwirbt) das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens beeinflussen kann, braucht man die konkrete Ausschüttungspolitik nicht zu prognostizieren²³⁴, sondern kann vereinfachend von der Vollausschüttung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens ausgehen.²³⁵ Damit wird der Prognoseaufwand erheblich gemildert, da die Folgen einer Gewinnthesaurierung ausgeblendet werden. Damit stellt die Bewertung auf potentiell verfügbare Cash-flows ab.²³⁶

Das Institut der Wirtschaftsprüfer führt bei seinen Bewertungsvorschriften eine weitere Vereinfachung ein.²³⁷ Relevant sind demnach nicht die Einzahlungen und Auszahlungen, sondern die Einnahmen und Ausgaben. Zahlungen betreffen die Veränderung des Fonds „Zahlungsmittel“, Einnahmen und Ausgaben betreffen die Veränderung des Fonds „Geldvermögen“ (liquide Mittel + Forderungen - Verbindlichkeiten).²³⁸ Einzahlungen und Einnahmen bzw. Auszahlungen und Ausgaben können zeitlich auseinanderfallen, z.B. beim Verkauf bzw. Kauf von Waren auf Ziel. Wird nun auf Einnahmen und Ausgaben abgestellt, kann man die Zins- und Zinseszinswirkungen des Auseinanderfallens von Einnahmen und Ausgaben bzw. Ein- und Auszahlungen vernachlässigen.²³⁹ Damit wird implizit angenommen, daß der Forderungs- und Verbindlichkeitsbestand sowie der Bestand an liquiden Mitteln zum

²³² Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 410; Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 32.

²³³ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 84.

²³⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 28f.

²³⁵ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 34.

²³⁶ Vgl. ebenda.

²³⁷ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 469f.

²³⁸ Vgl. Wöhe, G.: Einführung..., a.a.O., S. 972ff.

²³⁹ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 122f.

Periodenende stets gleich ist. Diese Annahme scheint insbesondere dann unrealistisch zu sein, wenn der Unternehmenskäufer Forderungen oder Verbindlichkeiten zukünftig, beispielsweise zur Finanzierung von weiterer Expansion, verändern will.

Aufgrund der aufgezeigten Mängel wird im folgenden weiter auf die Rechnung mit Einzahlungsüberschüssen eingegangen. Die Einzahlungsüberschüsse ergeben sich aus dem Saldo der Ein- und Auszahlungen des Unternehmens. Außer Acht bleiben dabei Auszahlungen an den Eigentümer des Unternehmens. Diese Zahlungen stellen den Saldo zwischen beiden Zahlungsreihen dar. Dabei wird von den potentiellen Zahlungen ausgegangen, da die Vollausschüttungsfiktion unterstellt wird.²⁴⁰ Die Einzahlungsüberschüsse können mit dem Schema aus Tabelle 3.3 ermittelt werden.

Jahresüberschuß	
+/-	Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
+/-	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/-	Veränderungen langfristiger Rückstellungen
+/-	Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel und kurzfristige Bankverbindlichkeiten)
Cash-flow aus der Betriebstätigkeit	
+/-	Cash-flow aus der Investitionstätigkeit
+/-	Veränderungen von (kurz- und langfristigen) Finanzierungsschulden
Einzahlungsüberschuß des Unternehmens	

Tab. 3.3: Schema zur Berechnung der Einzahlungsüberschüsse eines Unternehmens

(Quelle: Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 116)

Aus dem Grundsatz der Zukunftsbezogenheit für die Unternehmensbewertung folgt, daß nur zukünftige Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens relevant sind. Damit entsteht ein Prognoseproblem: Welche Mittel stehen zukünftig für Ausschüttungen an den Investor zur Verfügung? Obgleich eine exakte Vorhersage von zukünftigen Überschüssen nicht leistbar ist, muß der Bewerter eine möglichst genaue Berechnung

mit wissenschaftlichen Methoden vornehmen. Andernfalls wird das Bewertungsergebnis grob verfälscht. Die Unterscheidung zwischen unwissenschaftlicher Prognose (Prophezeiung) und wissenschaftlicher Prognose kann dabei nicht vom Ergebnis (Übereinstimmung der Vorhersage mit der eingetretenen Realität) abgeleitet werden, denn auch Hellseher können zufällig richtige Vorhersagen machen. Die Methodik der Herleitung macht den Unterschied.²⁴¹ Eine wissenschaftliche Prognose ist nur durchführbar, wenn man von empirisch beobachtbaren Regelmäßigkeiten ausgeht.

Ausgangspunkt jeder Prognose ist die Vergangenheit. Wertbestimmende Faktoren und Entwicklungslinien können nur auf Basis einer Vergangenheitsanalyse, die sich Jahresabschlüssen, Planungsrechnungen, Investitions-, Personal-, Finanz- und Produktionsplänen als Informationsquelle bedient, ermittelt werden.²⁴² Damit verfügt der Verkäufer des Unternehmens über eine Datenbasis, auf der sich Prognosen der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse durchführen lassen.²⁴³ Für den potentiellen Käufer sind diese internen Quellen meist nicht zugänglich. Er muß sich mit öffentlich zugänglichen Quellen begnügen: Datenbanken, veröffentlichte Jahresabschlüsse, Public Relations Broschüren etc. Diese Quellen sind für andere Zwecke als für eine Unternehmensbewertung veröffentlicht worden, so daß ihre Aussagekraft für die Unternehmensbewertung oft nur gering ist. Mit Hilfe einer Jahresabschlußanalyse müssen die stärksten Verzerrungen herausgefiltert werden.²⁴⁴

Die Jahresabschlüsse als Informationsbasis auch für den potentiellen Käufer müssen zunächst um außerordentliche, betriebsfremde oder periodenfremde Bestandteile bereinigt werden.²⁴⁵ Handelsrechtlich oder steuerrechtlich bedingte Besonderheiten müssen eliminiert werden (z.B. Sonderabschreibungen aus steuerlichen Gründen).²⁴⁶ Es müssen bilanzpolitische Maßnahmen korrigiert werden (Ausübung von

²⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 116f.

²⁴¹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Möglichkeiten und Grenzen einer wissenschaftlichen Lösung praktischer Prognoseprobleme, BFuP, 27. Jg. (1975), S. 498.

²⁴² Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 58; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1998, S. 225ff.

²⁴³ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 69.

²⁴⁴ Vgl. ebenda, S. 70ff.

²⁴⁵ Vgl. Schmidt, R.: Unternehmensbewertung anlässlich..., a.a.O., S. 1449f.

²⁴⁶ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 64f.

Bewertungswahlrechten etc.).²⁴⁷ Damit ist ein Ausgangspunkt für die Prognose der zukünftigen Entwicklung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens gegeben. Berücksichtigt werden müssen in jedem Fall auch konjunkturelle Einflüsse. Der Bewerter muß wissen, ob seine Vergangenheitsanalyse schlechte und/oder gute Jahre umfaßt.²⁴⁸

Da eine detaillierte - die gesamte Lebensdauer abdeckende - Prognose praktisch undurchführbar ist, schlägt das Institut der Wirtschaftsprüfer eine Phasenmethode mit abnehmender Prognosegenauigkeit vor:²⁴⁹

Phase (1): in den Jahren 1 bis 3 nach dem Bewertungsstichtag ist eine detaillierte Prognose möglich und durchführbar;

Phase (2): im mittelfristigen Bereich (Jahre 4 bis 6-8) kann der Bewerter Trends und mögliche Entwicklungslinien noch erkennen und in einer Prognose berücksichtigen.

Phase (3): im langfristigen Bereich (ab Jahr 6-8) ist eine fundierte Prognose nicht mehr möglich. Häufig wird das Ergebnis für das letzte Jahr vor Phase (3) fortgeschrieben. Damit wird eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens unterstellt. Diese unrealistische Annahme²⁵⁰ vereinfacht die Bewertung, da weder die Lebensdauer des Unternehmens noch sein Liquidationswert prognostiziert werden müssen. Ihre Berechtigung hat diese Vereinfachung nur dann, wenn der Käufer nicht schon beim Unternehmenserwerb eine spätere Liquidation plant.²⁵¹

Es ergibt sich bei dieser Vorgehensweise folgende Formel:²⁵²

$$(3.28) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E}{i * (1+i)^{m+n}}$$

mit: t = Periodenindex

m = Dauer der ersten Prognosephase

n = Dauer der zweiten Prognosephase

²⁴⁷ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 219; Börsig, C.: Unternehmenswert und Unternehmensbewertung, ZfbF, 45. Jg. (1993), S. 84.

²⁴⁸ Vgl. Busse von Colbe, W.: Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957, S. 158; Aigner, P./Holzer, P.: Die Subjektivität..., a.a.O., S. 2229.

²⁴⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 478; Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 91ff.; ähnlich auch Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 235f.

²⁵⁰ Vgl. Münstermann, H.: Wert und Bewertung..., a.a.O., S. 61.

²⁵¹ Vgl. Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung beim Management Buy-Out, Hamburg 1995, S. 88f.

²⁵² Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 478.

E_t = Periodeneinzahlungsüberschüsse der ersten und zweiten Phase

E = Einzahlungsüberschüsse in der dritten Phase

Die weniger detaillierte Betrachtung weiter entfernt liegender Perioden läßt sich mit dem durch die Diskontierung geringer werdenden Einfluß begründen.²⁵³ Trotzdem darf man den Einfluß des dritten Summanden aus (3.28) auf den Barwert nicht unterschätzen. Dieser Einfluß läßt sich mit (3.29) berechnen.²⁵⁴

$$(3.29) \quad B = \frac{1}{(1+i)^{m+n}}$$

mit: B = Einfluß des langfristigen Prognosebereichs auf den Ertragswert des Unternehmens

Geht man von einem Ende der mittelfristigen Prognoseperiode nach 6 bzw. 8 Jahren aus, ergeben sich für verschiedene Kalkulationszinssätze die Werte für B gemäß Tabelle 3.4.

I	B bei Ende der Phase 2 nach 6 Jahren	B bei Ende der Phase 2 nach 8 Jahren
5 %	74,62 %	67,68 %
10 %	56,45 %	46,65 %
15 %	43,23 %	32,69 %
20 %	33,49 %	23,26 %

Tab. 3.4: Bedeutung des langfristigen Prognosebereichs für den Ertragswert

Eine Milderung des Prognoseproblems stellen kompensatorische Effekte der verschiedenen Einflußfaktoren dar. Unerwartete Rückgänge können durch unerwartete Erfolge kompensiert werden.²⁵⁵

Methoden, mit denen man Prognosen erstellen kann, kann man in analytische und intuitive Methoden unterteilen. Bei analytischen Methoden können auf Basis der

²⁵³ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 51.

²⁵⁴ Vgl. Harrer, H.: Das Unsicherheitsmoment beim Ertragswert - Versuch einer rechnerischen Abgrenzung, DB, 9. Jg. (1956), S. 310.

verwendeten Inputdaten, Modellstruktur und Modellannahmen die Prognoseergebnisse nachvollzogen werden. Dies ist bei intuitiven Verfahren, die von der individuellen Erfahrung des Bewerter abhängen, nicht möglich.²⁵⁶

Analytische Methoden, die aus der Statistik übernommen wurden, sind z.B. die Zeitreihenanalyse und die Regressionsanalyse. Bei der Zeitreihenanalyse werden in der Vergangenheit erkannte Verhaltensmuster von Variablen in die Zukunft extrapoliert.²⁵⁷ Bei der Regressionsanalyse werden funktionale Zusammenhänge zwischen einer oder mehreren Variablen ausgedrückt, mit deren Hilfe dann Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Variablen abgeleitet werden sollen.²⁵⁸

Problematisch bei den Verfahren, die allein auf mathematisch-statistischen Methoden beruhen, ist, daß die Durchbrechung von empirischen Regelmäßigkeiten durch qualitative Aspekte nicht berücksichtigt werden. So können beispielsweise neue technische Entwicklungen, die erwartet werden, nicht berücksichtigt werden. Dies ist nur durch intuitive Verfahren (z.B. Szenario-Analysen²⁵⁹) möglich. Diese Verfahren sind aber sehr stark von dem Expertenwissen des Bewerter abhängig.²⁶⁰

Eine Möglichkeit, dieses Expertenwissen weiter zu verbreiten und damit zu besseren Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung beizutragen, ist der Einsatz von EDV-gestützten Expertensystemen.²⁶¹ Expertensysteme sind Computerprogramme, die auf einem Gebiet über ein detailliertes Wissen verfügen, das dem eines menschlichen Experten ebenbürtig sein soll. Es soll den Experten aber nicht ersetzen, sondern Routineaufgaben übernehmen.²⁶² Für die Unternehmensbewertung ist das PROGNET-Modell entwickelt worden.²⁶³ PROGNET basiert auf einer

²⁵⁵ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 53.

²⁵⁶ Vgl. Götz, U./Bloech, J.: Investitionsrechnung: Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben, 2. Auflage, Berlin u.a. 1995, S. 25f.

²⁵⁷ Vgl. Bretzke, W.-R.: Möglichkeiten und Grenzen..., a.a.O., S. 507ff.

²⁵⁸ Vgl. ebenda, S. 511.

²⁵⁹ Vgl. Hamilton, R. H.: Scenarios in Corporate Planning, Journal of Business Strategy, Vol. 2 (1981), No. 1, S. 82ff.; Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 199f.; Foster, J. M.: Scenario Planning for Small Businesses, Long Range Planning, Vol. 26 (1993), No. 1, S. 123ff.

²⁶⁰ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Expertensystemgestützte Ergebnisprognosen zur Unternehmensbewertung, DB, 43. Jg. (1990), S. 3.

²⁶¹ Vgl. ebenda, S. 8; Lanfermann, J.: Meinungsspiegel, BFuP, 40. Jg. (1988), S. 580f.

²⁶² Vgl. Sieben, G./Böing, W./Hafner, R.: Expertensysteme zur Bewertung ganzer Unternehmen?, BFuP, 38. Jg. (1986), S. 535.

²⁶³ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Expertensystemgestützte Ergebnisprognosen..., a.a.O., S. 1ff.; Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Nutzung der Expertensystemtechnologie für die Unternehmensbewertung, DB, 42. Jg. (1989), S. 1681ff.; Sieben, G./Böing, W./Hafner, R.: Expertensysteme..., a.a.O., S. 532ff. Für Expertensysteme zur Jahresabschlußanalyse vgl. Büttner, U./Dräger,

branchenübergreifenden Datenbank mit Unternehmensdaten. Gibt der Bewerter die Unternehmensdaten des zu bewertenden Unternehmens ein, sucht das Expertensystem vergleichbare Unternehmen. Von der Entwicklung der Vergleichsunternehmen schließt PROGNE dann auf die mögliche Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens. Damit leistet PROGNE einen Beitrag zur besseren Fundierung von Prognosen im Rahmen der Unternehmensbewertung.

3.5.2.2.4 Exkurs: Unternehmensbewertung und Unternehmensgesamtplanung

Einige Autoren haben versucht, ein Verfahren der Unternehmensbewertung auf Grundlage einer Unternehmensgesamtplanung zu entwickeln, um damit den Ansatz der Überschußgröße und des Kalkulationszinsfußes nachvollziehbarer zu gestalten. Die für die Bewertung relevanten Einzahlungsüberschüsse sind Folge einer großen Zahl von geplanten Teilentscheidungen, die sich gegenseitig sowohl in zeitlicher als auch in sachlicher Hinsicht beeinflussen.²⁶⁴ Um eine exakte Prognose abgeben zu können, müßten die verschiedenen Teilpläne im Unternehmen koordiniert werden und zu den geplanten Einzahlungsüberschüssen aggregiert werden.

Zu diesem Zweck kann das Unternehmen als Unternehmensgesamtplanungsmodell dargestellt werden, in dem die funktionalen Beziehungen zwischen den Teilbereichen des Unternehmens durch ein mathematisches Gleichungssystem ausgedrückt werden.²⁶⁵ Diese Modelle wurden v.a. als Entscheidungshilfe in Unternehmen konzipiert, mit denen durch Simulation der Einfluß von betriebswirtschaftlich relevanten Alternativen auf die Unternehmung gemessen werden kann.²⁶⁶

Ein erster Versuch, die Unternehmensgesamtplanung für die Unternehmensbewertung nutzbar zu machen, wurde Ende der 60er Jahre von *Haneke* unternommen.²⁶⁷ Dieses Modell wurde v.a. wegen seiner mangelnden

U./Geiß, M.: Expertensysteme zur Jahresabschlußanalyse für mittlere und kleine Unternehmen, ZfB, 58. Jg. (1988), S. 229ff.

²⁶⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 26f.

²⁶⁵ Vgl. Hahn, D./Hölter, E./Steinmetz, D.: Gesamtunternehmungsmodelle als Entscheidungshilfe im Rahmen der Zielplanung, strategischen und operativen Planung, in: Strategische Unternehmensplanung - Strategische Unternehmensführung, 6. Auflage, hrsg. von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 688.

²⁶⁶ Vgl. ebenda, S. 693.

²⁶⁷ Haneke, W.: Die Bestimmung der optimalen Unternehmungsweise und deren Bedeutung für die Unternehmensbewertung, Münster 1969.

Anwendbarkeit in der Unternehmenspraxis kritisiert.²⁶⁸ Dieses Argument gegen die Unternehmensgesamtplanung hat durch verbesserte und leichter verfügbare EDV inzwischen an Gewicht verloren.²⁶⁹

Einen neueren Versuch, die Unternehmensgesamtplanung für die Unternehmensbewertung nutzbar zu machen, stellt das Verfahren von *Alvano* dar.²⁷⁰ Sein Integriertes Erfolgsermittlungs- und Bewertungsmodell besteht aus zwei Teilbereichen: Dem Modell zur Erfolgsermittlung und dem Modell zur Bewertung.

Grundlage sind die letzten vier Jahresabschlüsse des zu bewertenden Unternehmens. Diese dienen der Ermittlung von Verhältniszahlen einzelner Jahresabschlußpositionen zum Umsatz und anderen Unternehmenskennzahlen. Dazu werden die zukünftigen Absatzzahlen des Unternehmens - in verschiedenen Szenarien - zur Ermittlung des Erfolges herangezogen. Dabei können verschiedene Unternehmensstrategien und Synergieeffekte betrachtet werden. Die so ermittelten zukünftigen Gewinne des Unternehmens bilden die Grundlage für das Bewertungsmodell. Die Gewinnreihe des Unternehmens wird verglichen mit der internen Verzinsung der besten alternativen Anlage. So kann ein subjektiver Entscheidungswert mit verschiedenen Datenkonstellationen berechnet werden.

Problematisch bei dem Modell von *Alvano* ist die Verwendung der vergangenheitsorientierten Rechenwerke Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung, aus denen funktionale Beziehungen ermittelt werden, die dann Grundlage der Modellierung des Unternehmens zu Bewertungszwecken sind. Es ist zumindest fraglich, ob die Verhältniszahlen der Vergangenheit auch noch bei geänderter Geschäftsstrategie durch den neuen Eigentümer gültig sind. Wäre dies nicht der Fall, könnte es zu schwerwiegenden Bewertungsfehlern kommen. *Alvano* beschäftigt sich nicht mit den Problemen der Bemessung des Kalkulationszinsfußes. Gerade in diesem Problemkreis könnte die Unternehmensgesamtplanung aber Erkenntnisfortschritte liefern und die bisher verwendeten Näherungsverfahren (vgl. 3.5.2.2.2) ersetzen. Die Unternehmensgesamtplanung könnte aus den verschiedenen Handlungsmöglichkeiten des Entscheidungsträgers (Anlage am Kapitalmarkt, Investition in Maschinen etc.) die optimale Alternative, deren interner Zinsfuß der theoretisch

²⁶⁸ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 28f. mit weiteren Nachweisen.

²⁶⁹ So auch Alvano, W.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 162f.

²⁷⁰ Vgl. zum folgenden ebenda, S. 189ff.

richtige Kalkulationszinsfuß ist, modellendogen bestimmen. Problematisch ist aber auch hier die korrekte Modellierung der funktionalen Zusammenhänge, die äußerst schwierig ist.²⁷¹ Selbst wenn die Modellierung gelingt, nimmt die Unternehmensgesamtplanung schnell eine nicht mehr beherrschbare Größenordnung an.²⁷²

So werden die heute verfügbaren Methoden der Unternehmensgesamtplanung nach herrschender Meinung aus sachlogischen, theoretischen und anwendungsbezogenen Gründen als Hilfsmittel der Unternehmensbewertung abgelehnt.²⁷³

Würde man die Unternehmensbewertung auf Basis einer Unternehmensgesamtplanung durchführen, wird versucht die Komplexitätsreduktion auf ein Mindestmaß zu reduzieren. Folge wären höhere Planungskosten. Unproblematisch ist der Rückgriff auf Methoden der Unternehmensgesamtplanung immer dann, wenn sie bereits im Unternehmen angewendet werden. Müssen die Planungsmethoden speziell für die Sondersituation einer Unternehmensbewertung implementiert werden, entsteht ein sehr hoher Aufwand. Da gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen Methoden der betriebswirtschaftlichen Planung nur in wenigen Fällen eingesetzt werden (vgl. 2.3.1), scheint eine Unternehmensbewertung auf Basis einer Unternehmensgesamtplanung gerade in diesem Segment nicht sinnvoll.

3.5.2.2.5 Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen umfaßt diejenigen Vermögensgegenstände, die veräußert werden könnten, ohne daß davon die Erfüllung des Sachziels der Unternehmung berührt wird.²⁷⁴ Beispiele sind Überkapazitäten, überdimensionierte Verwaltungsgebäude, ungenutzte Grundstücke.²⁷⁵ Eine eingehende Unternehmensanalyse muß ergeben, welche Vermögensgegenstände als nicht-betriebsnotwendig klassifiziert werden können. Entscheidend sind dabei die subjektiven Vorstellungen des potentiellen Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers.²⁷⁶

Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen wird gesondert behandelt, wenn der Ertragswert unter dem Veräußerungspreis liegt. Dann muß ein Ansatz zum

²⁷¹ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 67.

²⁷² Vgl. ebenda.

²⁷³ Vgl. ebenda, S. 28f. mit weiteren Nachweisen.

²⁷⁴ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 35.

²⁷⁵ Vgl. Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmassnahmen durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes, Die Unternehmung, 43. Jg. (1989), S. 176.

²⁷⁶ Vgl. Busse von Colbe, W.: Der Zukunftserfolg, a.a.O., S. 93; Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 286.

Nettoveräußerungserlös vorgenommen werden.²⁷⁷ Die gesonderte Bewertung von Vermögensgegenständen hat große praktische Relevanz. Werden Übernahmen mit einem großen Fremdkapitalanteil finanziert, werden durch die Veräußerung von nicht-betriebsnotwendigen Aktiva Mittel zur Verfügung gestellt, die zum Abtragen der Verbindlichkeiten eingesetzt werden können.

Abschließend ergibt sich für das Ertragswertverfahren aus (3.24) und (3.28) sowie der gesonderten Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens folgende Formel:

$$(3.30) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \frac{E}{(i+z) * (1+i+z)^{m+n}} + NBV^{278}$$

Mit: NBV = zu Nettoverkaufserlösen bewertetes nicht-betriebsnotwendiges Vermögen

Einen schematischen Überblick über das Ertragswertverfahren gibt Abbildung 3.5.

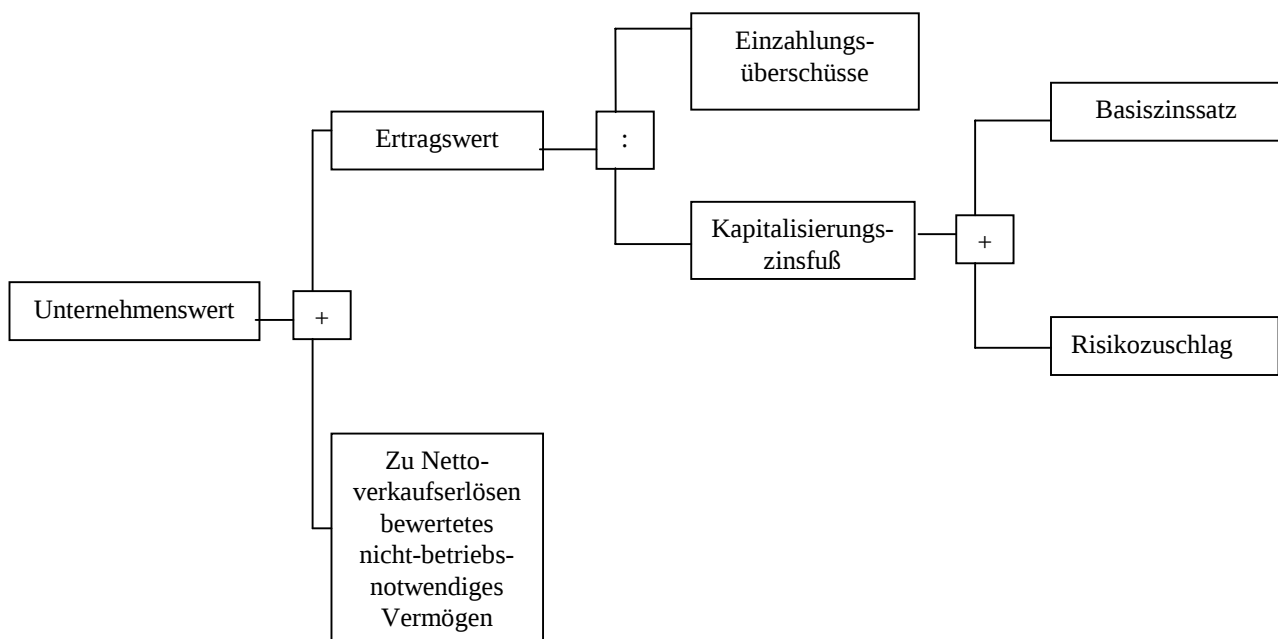


Abb. 3.5: Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Hafner, R.: Unternehmensbewertung als Instrument zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen, BFuP, 45. Jg. (1993), S. 82)

²⁷⁷ Vgl. Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 36.

²⁷⁸ Vgl. Serfling, K./Pape, U.: Das Ertragswertverfahren..., a.a.O., S. 942.

3.5.2.2.6 Beurteilung des Ertragswertverfahrens

Das Ertragswertverfahren erfüllt die Grundsätze für die Ermittlung des Entscheidungswertes. Der Grundsatz der Zukunftsbezogenheit wird erfüllt, da zukünftige Zahlungen an den Investor den Wert determinieren. Der Grundsatz der Subjektivität ist erfüllt, da subjektive Ziele und Handlungsmöglichkeiten die Überschußgröße und den Kapitalisierungszinsfuß bestimmen. Der Unternehmenswert wird als Ganzes ermittelt und nicht aus der Summe von Einzelwerten, womit auch der Grundsatz der Bewertungseinheit eingehalten wird.

Das Ertragswertverfahren ist in Theorie und Praxis als Bewertungsstandard anerkannt. Allerdings lassen sich drei Hauptlinien der Kritik erkennen.

Zum ersten wird dem Ertragswertverfahren die Zukunftsorientierung und die damit verbundene Prognoseproblematik vorgeworfen. Einige Autoren gehen soweit, das Ertragswertverfahren als nicht ausreichend für Gerichtsverfahren anzusehen, da die Ergebnisse nicht nachprüfbar seien und es nicht auf einer ausreichenden Tatsachenbasis aufbaue.²⁷⁹ Das Ertragswertverfahren erfülle nicht die Anforderungen an eine verlässliche und nachprüfbare Unternehmensbewertung.²⁸⁰ Dieser Kritik muß man entgegen halten, daß der Investor seine Ziele nur in der Zukunft realisieren kann. Käufer oder Verkäufer haben nichts von vergangenen Erfolgen des Unternehmens, an denen man eine sicherere, ohne Prognose auskommende, Bewertung festmachen könnte. So gewonnene Werte sind nicht relevant für die Kauf- oder Verkaufsentscheidung. Dabei ist unbestritten, daß das Prognoseproblem nicht vollständig lösbar ist. Wissenschaftliche Prognosen können aber die Willkür von Ertragswerten ausschließen.

Ein größeres theoretisches Problem stellt der Einwand dar, daß das Ertragswertverfahren strategische Ziele eines Unternehmens nicht immer abbilden kann. *Sieben/Diedrich* meinen, daß es so aussähe, „als reiche die Schulmathematik der Unternehmensbewertung nicht mehr aus“.²⁸¹ Die Erfolge, die mit strategisch motivierten Akquisitionen verbunden sind, realisieren sich oft erst nach längerer

²⁷⁹ Vgl. Zehner, K.: Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung - Zur Fehlinterpretation neuer höchstgerichtlicher Entscheidungen, DB, 33. Jg. (1981), S. 2116; Barthel, C. W.: Unternehmenswert - Der Markt..., a.a.O., S. 1145.

²⁸⁰ Vgl. Bellinger, B.: Eine Wende in der Unternehmensbewertung? - Zur Stichtagsbezogenheit jeder Unternehmensbewertung, WPg, 33. Jg. (1980), S. 582.

²⁸¹ Sieben, G./Diedrich, R.: Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, ZfbF, 42. Jg. (1990), S. 795.

Zeit²⁸² und fallen in die dritte Prognosephase nach dem Phasenschema des IdW. Sie werden daher nicht korrekt erfaßt.²⁸³ Abhilfe könnte nur eine Erweiterung des Prognosehorizonts bieten, die aber wegen der schwierigeren Schätzung weiter entfernt liegender Zeiträume die Komplexität der Wertermittlung stark erhöht. Des weiteren muß zur richtigen Abbildung strategischer Akquisitionen die Gesamtstrategie, die i.d.R. aus mehr als einer Unternehmensübernahme bestehen wird, einbezogen werden. Dies würde die Komplexität der Bewertung nochmals stark erhöhen.

Weitere schwerwiegende Einwände gegen den Ertragswert werden aufgrund der restriktiven Prämissen dieses Verfahrens erhoben. In 3.5.2.1 wurde dargestellt, daß die Fisher Separation als Voraussetzung für die Möglichkeit, die Vorteilhaftigkeit eines Projektes in einem Partialmodell festzustellen, auf der Annahme des vollkommenen Kapitalmarkts beruht. Die Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarktes müssen allerdings als unrealistisch angesehen werden.²⁸⁴ Auf einem unvollkommenen Kapitalmarkt kann der korrekte Kalkulationszinsfuß - der interne Zinsfuß der optimalen Alternativinvestition - nur auf Basis eines Totalmodells, das alle Interdependenzen zwischen Investitions- und Finanzierungsobjekten berücksichtigt, ermittelt werden.²⁸⁵ Dies ist praktisch nicht möglich, also muß man auf das grob vereinfachende Näherungsverfahren zurückgreifen, das in 3.5.2.2.2 dargestellt wurde. Da es sich bei der Bewertung von Unternehmen anlässlich des Kaufs bzw. Verkaufs von Unternehmen um eine äußerst komplexe Situation handelt, sind solche Vereinfachungen aus Gründen der theoretischen und praktischen Beherrschbarkeit unumgänglich. Der Bewerter muß sich allerdings der Schwierigkeiten, die sich mit diesen Komplexitätsreduktionen ergeben, bewußt sein. *Schneider* bringt die Bedeutung der Separationstheoreme trotz ihrer unrealistischen Prämissen zum Ausdruck: „Separationstheoreme erlauben es, die ‘Komplexität’ eines Entscheidungsproblems in der Realität auf ein lösbares Ausmaß zu verringern. Darin,

²⁸² „Strategy can be defined as the determination of the basic long-term goals and objectives of an enterprise...“ Chandler, A. D. jr.: *Strategy and Structure. Chapters in the History of Industrial Enterprise*, Cambridge u.a. 1962, S. 13.

²⁸³ Vgl. Sieben, G./Diedrich, R.: *Aspekte...*, a.a.O., S. 800; Dirrigl, H.: *Konzepte, Anwendungsbereiche...*, a.a.O., S. 411; Ruhnke, K.: *Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen*, DB, 44. Jg. (1991), S. 1890.

²⁸⁴ Vgl. Spremann, K.: *Investition und Finanzierung*, a.a.O., S. 415; Sieben, G.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., Sp. 4324.

²⁸⁵ Vgl. Sieben, G.: *Unternehmensbewertung*, Sp. 4324.

nicht in der unmittelbaren 'Erklärung' der Wirklichkeit, liegt der Sinn solcher Modelle des vollkommenen Marktes und damit des Leitbildes von der Trennbarkeit.²⁸⁶

Zusammenfassend kann man das Ertragswertverfahren als ein gut geeignetes Verfahren zur Ableitung von entscheidungsorientierten Unternehmenswerten bezeichnen. Allerdings muß man sich der Probleme - Prognose der Überschüsse, Probleme bei strategisch motivierten Akquisitionen, Bemessung des Kapitalisierungszinsfußes - bewußt sein.

3.5.2.3 Discounted Cash-flow-Verfahren

3.5.2.3.1 Bewertungsprinzip und Ausprägungen

Das Ertragswertverfahren wird oft gleichgesetzt mit dem Discounted Cash-flow- (DCF) Verfahren. In der Praxis und Theorie, vor allem amerikanischer Prägung, ist aber ein anderes Vorgehen als beim Ertragswertverfahren üblich.

Das Bewertungsprinzip ist grundsätzlich gleich wie beim Ertragswertverfahren: eine Überschußgröße wird auf den Gegenwartswert diskontiert. Dabei wird das DCF-Verfahren in verschiedenen Ausprägungen angewandt. Im einzelnen sind dies die folgenden.²⁸⁷

(1) Netto Ansatz oder equity approach: Die den Eigentümern zufließenden Zahlungsströme (Dividenden, Körperschaftsteuergutschriften, Entnahmen etc.) werden mit den Renditeforderungen der Eigentümer auf ihren Gegenwartswert diskontiert.²⁸⁸ Diese Unterart hat eine enge Verwandtschaft mit dem Ertragswertverfahren, hat aber weder praktisch noch theoretisch eine größere Bedeutung.²⁸⁹

(2) Brutto Ansatz oder entity approach: In diesen Verfahren wird ein Unternehmensgesamtwert ermittelt, also die Summe aus den Werten des Eigenkapitals und des Fremdkapitals. Diskontiert werden die Zahlungsströme, die an Eigen- und Fremdkapitalgeber fließen.²⁹⁰ Es gibt zwei Unterarten:

²⁸⁶ Schneider, D.: Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie, München 1981, S. 345f.

²⁸⁷ Die Einteilung folgt Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, WPg, 51. Jg. (1998), S. 81ff.

²⁸⁸ Vgl. ebenda, S. 82.

²⁸⁹ Vgl. Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 142f.

²⁹⁰ Vgl. ausführlich Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 253ff.

(2.1) Als Diskontierungsfaktor werden die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten - weighted average costs of capital (WACC) - herangezogen, die sich aus den tatsächlich gezahlten Fremdkapitalkosten und den Renditeerwartungen der Eigentümer ergeben (WACC approach). Die Renditeerwartungen der Eigentümer werden auf Basis des Capital Asset Pricing Modells (CAPM)²⁹¹ geschätzt. Dadurch erhält man dann den Unternehmensgesamtwert. Wird von dem Unternehmensgesamtwert der Wert des Fremdkapitals abgezogen, erhält man den entscheidungsrelevanten Wert des Eigenkapitals.²⁹²

(2.2) Eine detailliertere Aufgliederung der Wertkomponenten verlangt das DCF-Verfahren in der Ausprägung der Adjusted Present Value Methode (Methode des angepaßten Barwerts)²⁹³, die in Deutschland v.a. von *Drukarczyk*²⁹⁴ vertreten wird. Dabei erfolgt die Bewertung komponentenweise²⁹⁵:

$$(3.31) W^{\text{ges}} = W^E + W^{\text{USt}} + W^{\text{FA}} \quad 296$$

mit: W^{ges} = Gesamtwert des Unternehmens

W^E = Wert der operativen Aktivitäten unter Vollausschüttungshypothese und der Fiktion kompletter Eigenfinanzierung

W^{USt} = Wert der durch die realisierte Kapitalstruktur entsteht (steuerliche Wirkungen der Finanzierung mit Fremdkapital und/oder

²⁹¹ Das CAPM wurde in folgenden Aufsätzen entwickelt: Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, Vol. 19 (1964), S. 425ff.; Lintner, J.: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47 (1965), S. 13ff.; Mossin, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, Vol. 34 (1966), S. 768ff. Darstellungen des CAPM finden sich in den meisten finanzwirtschaftlichen Lehrbüchern. Vgl. z.B. Spremann, K.: *Investition und Finanzierung*, a.a.O., S. 463ff.; Franke, G./Hax, H.: *Finanzwirtschaft...*, a.a.O., S. 345ff.; Brealey, R. A./Myers, S. C.: *Principles of Corporate Finance*, 5th Edition, New York u.a. 1996, S. 173ff.; Weston, J. F./Copeland, T. E.: *Managerial Finance*, 9th Edition, Fort Worth u.a., 1992, S. 401ff.; Kruschwitz, L.: *Finanzierung und Investition*, Berlin u.a. 1995, S. 181ff.

²⁹² Vgl. Ballwieser, W.: *Methoden der Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 164.

²⁹³ Die Methode wurde erstmals vorgeschlagen von Myers, S. C.: *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*, *Journal of Finance*, Vol. 29 (1974), March, S. 1ff. Aktuellere Darstellungen finden sich bei Luehrmann, T. A.: *What's it worth? A General Manager's Guide to Valuation*, HBR, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 132ff.; derselbe: *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, HBR, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 145ff.

²⁹⁴ Vgl. Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 156ff.; derselbe: *DCF-Methoden und Ertragswertmethode - einige klärende Anmerkungen*, WPg, 48. Jg. (1995), S. 329ff.; derselbe/Richter, F.: *Unternehmensgesamtwert, anteilseignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz*, DBW, 55. Jg. (1995), S. 559ff.

²⁹⁵ Vgl. Drukarczyk, J.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 170.

²⁹⁶ Vgl. Richter, F.: *Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten*, ZfbF, 48. Jg. (1996), S. 1077.

Pensionsrückstellungen)

W^{FA} = Wert der nicht-operativen Aktivitäten des Unternehmens, z.B. Finanzanlagen

Der so ermittelte Unternehmensgesamtwert wird dann um die Ansprüche der Fremdkapitalgeber und Pensionsberechtigten an das Unternehmen gekürzt. Der verbleibende Rest entspricht dem Wert des Eigenkapitals. Der Vorteil dieser schrittweisen Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals ist, daß der Investor erkennen kann, ob der Wert des Unternehmens von der operativen Tätigkeit getragen wird oder durch Steuerersparnisse entsteht. Durch die Berücksichtigung der Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen wird der Unternehmenswert für Unternehmen mit maximaler Fremdkapitalaufnahme maximal. Eine Begrenzung durch Konkurskosten wird nicht vorgenommen.²⁹⁷ Ein weiteres theoretisches Problem bei der Adjusted Present Value Methode ist die Ermittlung der Kapitalkosten von rein eigenfinanzierten Unternehmen, die in der Realität nicht beobachtbar sind.²⁹⁸ Dieser Mangel und die hohe Komplexität der Bewertung haben dazu geführt, daß sich diese Methodik bislang nicht durchgesetzt hat.

In Theorie und Praxis am weitesten verbreitet ist der WACC approach der DCF-Verfahren. Aus diesem Grund wird im folgenden nur noch auf diese Unterform eingegangen. Aufgrund der Ähnlichkeit der verschiedenen Ansätze lassen sich die Aussagen aber auch auf den equity approach bzw. das Adjusted Present Value übertragen.

In jüngster Zeit gibt es in der betriebswirtschaftlichen Literatur eine Auseinandersetzung um Vor- und Nachteile des DCF-Verfahrens gegenüber dem Ertragswertverfahren. Ausgelöst wurde diese Diskussion v.a. durch die Aktualität des Shareholder Value Gedankens, der auf dem DCF-Verfahren aufbaut. Eine Gleichsetzung von Shareholder Value und DCF-Verfahren ist aber unzutreffend. Vielmehr handelt es sich beim Shareholder Value, wie ausgeführt, um eine Bewertungsfunktion, die mit dem DCF-Verfahren erfüllt werden kann.²⁹⁹

²⁹⁷ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 314.

²⁹⁸ Vgl. Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung..., a.a.O., S. 267.

²⁹⁹ Vgl. Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M.: Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, DStR, 34. Jg. (1996), S. 75.

Vereinfacht ergibt sich die folgende Formel für das DCF-Verfahren im entity approach:

$$(3.32) \quad W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} - FK$$

mit: FCF_t = freier Cash-flow in der Periode t

WACC = gewogene durchschnittliche Kapitalkosten des Bewertungsobjekts

FK = Marktwert des Fremdkapitals

Die freien Cash-flows werden mit den gewogenen Kapitalkosten auf ihren Gegenwartswert diskontiert. Von dem so ermittelten Unternehmensgesamtwert wird dann der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, um zu dem entscheidungsrelevanten Wert des Eigenkapitals zu kommen.

3.5.2.3.2 Überlegungen zu den Kapitalkosten

Der erste entscheidende Unterschied zum Ertragswertverfahren ist die Verwendung der WACC als Diskontierungsfaktor. Die WACC sind das arithmetische Mittel der Kosten der mit ihren Anteilen am Marktwert (nicht dem Buchwert) des Gesamtkapitals gewichteten Kapitalanteile sämtlicher Kapitalquellen.³⁰⁰ Abstrahiert man von Steuern und Mischformen der Finanzierung, lassen sich die WACC gemäß (3.33) berechnen.

$$(3.33) \quad WACC = k_{FK} * \frac{FK}{GK} + k_{EK} * \frac{EK}{GK}$$

Es gilt: $GK = FK + EK$

mit: k_{FK} = Fremdkapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens

GK = Marktwert des Gesamtkapitals

k_{EK} = Eigenkapitalkosten des zu bewertenden Unternehmens

EK = Marktwert des Eigenkapitals

³⁰⁰ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 161f.

Maßstab für die Vorteilhaftigkeit einer Investition ist damit nicht mehr die beste Alternativinvestition, die dem Entscheidungsträger offensteht, sondern die Mindestverzinsung, die Eigen- und Fremdkapitalgeber verlangen.³⁰¹

Zunächst fällt an (3.33) ein Zirkularitätsproblem auf. Der Wert des Eigenkapitals, der ja durch die Bewertung erst ermittelt werden soll, geht in die Bestimmung der WACC ein. Dadurch kann die Bewertung korrekt nur in einem iterativen Prozeß durchgeführt werden, der aber durch EDV-Einsatz leicht möglich ist.³⁰²

Eine Zielkapitalstruktur für das zu bewertende Unternehmen muß durch den Bewerter vorgegeben werden.³⁰³ Dabei müssen eventuelle Änderungen der Kapitalstruktur durch die Unternehmenstransaktion berücksichtigt werden. Zu berücksichtigen ist dabei auch, daß die Kapitalkosten durch den Verschuldungsgrad beeinflußt werden. Andernfalls erhält man unter Berücksichtigung der steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung³⁰⁴ hohe Werte für hoch verschuldete Unternehmen und niedrige Werte für niedrig verschuldete Unternehmen. Allerdings führt die hohe Verschuldung zu einer höheren Konkursgefahr, die zu höheren WACC führen muß. Entweder kann der Bewerter also die bisherige Kapitalstruktur fortschreiben oder die durch Kapitalstrukturänderungen veränderten WACC prognostizieren.³⁰⁵

Die momentanen Ansprüche der Fremdkapitalgeber an das Unternehmen lassen sich anhand einer Unternehmensanalyse relativ einfach feststellen, da die Gläubiger vertraglich festgelegte Gegenleistungen für die Kapitalüberlassung in Form von Zinsen erhalten.³⁰⁶

Wesentlich problematischer ist die Schätzung der Eigenkapitalkosten, da die Eigenkapitalgeber keine vertraglich festgelegten Erträge als Gegenleistung für die

³⁰¹ Vgl. Jonas, M.: Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted-Cash-flow-Methode in Deutschland, BFuP, 47. Jg. (1995), S. 88.

³⁰² Vgl. Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode, ZfB, 66. Jg. (1996), S. 804.

³⁰³ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 262ff.; Hachmeister, D.: Der Discounted Cash Flow als Unternehmenswert, WISU, 25. Jg. (1996), S. 358.

³⁰⁴ Nach Abschaffung der Gewerbesteuer und der betrieblichen Vermögensteuer beträgt die Steuerersparnis der Fremdfinanzierung die Hälfte der Gewerbeertragsteuer. Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 314.

³⁰⁵ Ein Ansatz das Konkursrisiko in die Bestimmung der WACC zu integrieren stellt Richter, F.: Unternehmenswert, durchschnittliche Kapitalstruktur und Konkursrisiko, in: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 73ff. vor.

³⁰⁶ Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode und Kapitalkostensatz in der Unternehmensbewertung falls kein Fair Market Value, Schweizer Treuhänder, 67. Jg. (1993), S. 160.

Kapitalüberlassung erhalten. Die Befürworter des DCF-Verfahrens greifen zur Schätzung der Eigenkapitalkosten auf das CAPM zurück.³⁰⁷

Rationale Investoren haben nach dem CAPM eine Renditeerwartung r_{EK} an ein Wertpapier, die sich aus dem risikolosen Zinssatz i^* und einer Risikoprämie RP zusammensetzt:

$$(3.34) \quad r_{EK} = i^* + RP$$

Die Risikoprämie ergibt sich zum einen aus der Risikoprämie, die bei Investitionen in das risikobehaftete Marktportefeuille fällig werden. Diese entspricht der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles r_M und dem risikolosen Zinssatz i^* . Neben dem unsystematischen Risiko, das durch Investition in das risikobehaftete Marktportefeuille entsteht und im Marktgleichgewicht nicht vergütet wird, ist das systematische Risiko von Bedeutung, das die Relation der betrachteten Anlage mit dem Marktportefeuille bezeichnet. Dies berechnet das CAPM durch den β -Faktor. Der β -Faktor ist das Maß der Sensitivität zwischen der erwarteten Rendite des einzelnen Wertpapiers und der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles.³⁰⁸ Formal läßt sich diese Beziehung durch (3.35) ausdrücken.³⁰⁹

$$(3.35) \quad \beta = \frac{Cov[r_j, r_M]}{\sigma_M^2}$$

mit: $Cov[r_j, r_M]$ = Kovarianz der erwarteten Rendite des Wertpapiers j mit der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles

σ_M^2 = Varianz der Rendite des Marktportefeuilles

Hier liegt ein weiteres Zirkularitätsproblem vor. Die erwartete Rendite des Marktportefeuilles, die zur Bestimmung der Kapitalkosten notwendig ist, ist eine Funktion des (noch) unbekannten Marktwertes des zu bewertenden

³⁰⁷ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 276ff. Eine andere Möglichkeit, auf die hier nicht weiter eingegangen wird, ist die Verwendung des Arbitrage Pricing Models: Vgl. ebenda, S. 284ff.

³⁰⁸ Vgl. Spremann, K.: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 471.

³⁰⁹ Vgl. ebenda, S. 471; Drukarczyk, J.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 182.

Unternehmens.³¹⁰ Dies kann man vernachlässigen, wenn der Marktwert des zu bewertenden Unternehmens im Verhältnis zur Gesamtkapitalisierung des Marktes gering ist.

Multipliziert man den β -Faktor der Anlage j mit der Risikoprämie für die Investition in das risikobehaftete Marktportefeuille, ergibt sich die Risikoprämie, die ein rationaler Investor verlangen wird:³¹¹

$$(3.36) \quad r_{EK} = i^* + \beta_j \cdot (r_M - i^*)$$

Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen dieses Modells ist einfach. Der risikolose Zinssatz entspricht näherungsweise der Verzinsung von Anleihen der öffentlichen Hand. Die Rendite des Marktportefeuilles läßt sich anhand von Indices bestimmen, für Deutschland beispielsweise durch den DAX bzw. den DAX-100. Diese Indices bilden eine anerkannte Näherung, obwohl sie nicht alle risikobehafteten Investitionen beinhalten und damit eigentlich den Prämissen des CAPM widersprechen.³¹² Den β -Faktor gewinnt man durch Beobachtung der vergangenen Marktbewegungen für das Wertpapier j und den Marktindex. Kovarianz und Varianz lassen sich dann unproblematisch bestimmen. Dabei wird allerdings auf vergangene Daten zurückgegriffen, obwohl es Ziel der Berechnung ist, künftige β -Faktoren zu berechnen. Daher sind die so ermittelten β -Faktoren nur Approximationen, die mit entsprechender Vorsicht angewendet werden müssen.³¹³ Die Extrapolation vergangenheitsorientierter β -Faktoren erscheint allerdings gerade bei der Unternehmensbewertung problematisch, da sie auf prognostizierte Cash-flows angewandt werden.³¹⁴ Endgültig unlogisch wird die Verwendung vergangenheitsorientierter β -Faktoren dann, wenn die Geschäftsstrategie des

³¹⁰ Vgl. Nippel, P.: Zirkularitätsprobleme in der Unternehmensbewertung, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel Nr. 440, März 1997, S. 8.

³¹¹ Vgl. Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 122; Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M.: Verfahren strategischer..., a.a.O., S. 75.

³¹² Vgl. zur Kritik Schneider, D.: Betriebswirtschaftslehre, Bd. III: Theorie der Unternehmung, München u.a. 1997, S. 232.

³¹³ Vgl. Nippel, P.: Zirkularitätsprobleme..., a.a.O., S. 14; Heurung, R.: Zur Anwendung und Angemessenheit verschiedener Unternehmenswertverfahren im Rahmen von Umwandlungsfällen (Teil II), DB, 50. Jg. (1997), S. 891.

³¹⁴ So auch Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, a.a.O., S. 83; Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, DB, 51. Jg. (1998), S. 688.

Unternehmens nach dem Verkauf geändert werden soll und das Unternehmen durch die geänderte Strategie eine andere Risikoposition erhält.³¹⁵

Die Befürworter des DCF-Verfahrens sehen als Vorteil, daß sie ein marktmäßig objektiviertes Risikomaß mit dem β -Faktor zur Verfügung haben und damit die Berechnungsprobleme des Risikozuschlags umgehen. Es ist aber fraglich, ob trotz der einfacheren Berechnung ein marktmäßig objektiviertes Risikomaß relevant ist. Entscheidend ist für die Unternehmensbewertung nicht die Risikoeinstellung des Marktes, sondern die individuelle Risikoneigung des Investors, wie sie im Risikozuschlag des Ertragswertverfahrens zum Ausdruck kommt. Der Einsatz des β -Faktors kann daher in allen Fällen, in denen ein individueller Entscheidungsträger vorhanden ist, zu Fehlbewertungen führen. Anders sieht das in den Fällen aus, wo Agenten (z.B. der Vorstand einer großen Publikumsgesellschaft) im Namen der Prinzipale, deren Risikoneigung aufgrund ihrer großen Zahl nicht bekannt ist, tätig sind. Dann ist ein Rückgriff auf den β -Faktor sinnvoll, um im Interesse der Aktionäre zu handeln. Dies ist auch das Anliegen des Shareholder Value Konzepts, das oft mit dem DCF-Verfahren gleichgesetzt wird. Eine einfache Übertragung auf die allgemeine Theorie der Unternehmensbewertung scheint zumindest fraglich.

Problematisch wird die Berechnung des β -Faktors zudem, wenn es sich - wie bei kleinen und mittleren Unternehmen - um nicht börsennotierte Unternehmen handelt. Der Zähler aus (3.34) läßt sich dann nicht ermitteln.

Angesichts der geringen Zahl der in Deutschland börsennotierten Unternehmen (1997 waren 585 Unternehmen von insgesamt ca. 2,2 Mio. an einer Börse notiert)³¹⁶, wird ein Bewerter nur selten in die Lage kommen, Zahlen über den β -Faktor zur Verfügung zu haben. In der amerikanischen Bewertungspraxis wird in solchen Fällen auf den β -Faktor eines ähnlichen an der Börse notierten Unternehmen zurückgegriffen. Die Ähnlichkeit wird an Branchenzugehörigkeit, Eigentümerstruktur, Größe und Bilanzkennzahlen festgemacht.³¹⁷ Selbst wenn man die problematische Annahme macht, daß börsennotierte und nicht-börsennotierte Unternehmen grundsätzlich vergleichbar sind, ist diese Möglichkeit wegen der geringen Zahl der

³¹⁵ Vgl. Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der..., a.a.O., S. 689; Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 310.

³¹⁶ Stand November 1997. Ausgezählt nach: Commerzbank AG: Rund um die Börse 1997, Frankfurt/M. 1997, S. 80ff.

³¹⁷ Vgl. Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 124.

börsennotierten Unternehmen in Deutschland kaum praktikabel. Zudem erfordert eine verlässliche Regressionsanalyse liquide Aktien mit entsprechenden Umsätzen.³¹⁸

Die Zahl dieser Papiere liegt aber am deutschen Markt - je nach Abgrenzungskriterium - bei nicht mehr als 70 Titeln.³¹⁹

Eine andere Möglichkeit ist der Einsatz von β -Faktoren der Branche, die als Durchschnitt der β -Faktoren aller zu einer Branche gehörenden am Markt notierten Unternehmen gewonnen werden. Grundgedanke ist, daß das Risiko, dem ein Unternehmen ausgesetzt ist, wesentlich durch die Branche geprägt wird.³²⁰ Da börsennotierte Unternehmen über besondere Kennzeichen verfügen, die sich von denen der kleinen und mittleren Unternehmen unterscheiden, ist fraglich, ob die so gewonnenen Ergebnisse übertragbar sind. Wiederum ist zu beachten, daß in Deutschland die Zahl der in den β -Faktor einfließenden Unternehmen im Vergleich zur Branche i.d.R. sehr gering sein wird, was zu Verfälschungen führen kann.

Analytische Methoden, β -Faktoren für nicht notierte Unternehmen zu berechnen, sind in letzter Zeit v.a. zur Ermittlung von Eigenkapitalkosten von Abteilungen von Konzernen entwickelt worden.³²¹ Diese Ermittlungen bauen auf buchhalterischen Daten auf und werden daher „Accounting Betas“ genannt. Dabei werden Kennzahlen gesucht, die eine starke Korrelation zu dem im β -Faktor zum Ausdruck kommenden systematischen Anlagerisiko haben. Empirische Untersuchungen zeigen unterschiedliche Ergebnisse zur Relevanz dieser Ansätze.³²²

Fraglich ist also, ob der β -Faktor für kleine und mittlere nicht-börsennotierte Unternehmen überhaupt relevant ist. Das CAPM beansprucht keine Gültigkeit für unnotierte Unternehmen.³²³ Gegen die Brauchbarkeit des CAPM zur Risikomessung bei kleinen und mittleren Unternehmen gibt es daher eine ganze Reihe von Einwänden:

(1) Die Risikodiversifikation, wie sie mit dem Zusammenstellen von Portefeuilles am Kapitalmarkt möglich ist, ist sehr schwierig für Eigentümer von kleinen und

³¹⁸ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, a.a.O., S. 83.

³¹⁹ Vgl. Zimmermann, P.: Schätzung und Prognose von Betawerten deutscher Aktien, Bad Soden 1997, S. 52.

³²⁰ Vgl. Brealey, R./Myers, S.: Principles..., a.a.O., S. 209; Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 254.

³²¹ Vgl. für eine Übersicht über diese Methoden Freygang, W.: Kapitalallokation..., a.a.O., S. 275ff.

³²² Vgl. zu einer Beurteilung ebenda, S. 291ff; Coenenberg, A. G./Sautter, M. T.: Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, DBW, 48. Jg. (1988), S. 706.

³²³ Vgl. Rehkugler, H.: Die Unternehmensgröße..., a.a.O., S. 404.

mittleren Unternehmen. Investoren in kleine und mittlere Unternehmen binden in starkem Umfang ihr Geld- und Humankapital in einem einzigen Unternehmen.³²⁴

- (2) Im CAPM wird von der ständigen Liquidierbarkeit der Anlagen ausgegangen. Der Investor wird bei einem nicht ausreichenden Ertrag für ein gegebenes Risiko das Wertpapier verkaufen, was zu einer Anpassung des Preises auf Gleichgewichtsniveau führt. Dies ist bei kleinen und mittleren Unternehmen nicht der Fall. Erbringt das Dachdeckergeschäft keinen seinem Risiko entsprechenden Ertrag, hat der Dachdecker kaum die Option, zu verkaufen und beispielsweise in das besser dastehende Metzgereigeschäft zu wechseln. Erst nach länger andauernden Verlusten würde der Dachdecker die Aufgabe seines Geschäfts in Erwägung ziehen.³²⁵
- (3) Problematisch ist auch die Datenbasis, die für ein Erstellen von Accounting Betas zur Verfügung steht. Kleine und mittlere Unternehmen haben nur in Ausnahmefällen einen geprüften Jahresabschluß mit verlässlichen Daten.³²⁶
- (4) Der Verkauf von Anteilen an unnotierten Unternehmen bringt erhebliche Transaktionskosten mit sich (Notariatskosten, Bewertungsgutachten etc.). Das Fehlen von Transaktionskosten gehört zu den Prämissen des CAPM.³²⁷
- (5) Eine schnelle Reaktion auf Renditeänderungen, wie sie das CAPM vorsieht, ist bei kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund langer Kündigungszeiten und schwieriger Käufersuche nur sehr selten möglich.³²⁸

Es zeigt sich, daß die Anwendung des Konzepts der WACC auf kleine und mittlere Unternehmen sehr problematisch ist. Selbst wenn das methodische Problem der Ermittlung eines β -Faktors für nicht börsennotierte Unternehmen gelöst ist, ist die Übertragbarkeit der Grundgedanken des CAPM schwierig.

3.5.2.3.3 Überlegungen zum Free Cash-flow

Das DCF-Verfahren arbeitet nicht mit den Zahlungen des Unternehmens an den Eigentümer, wie sie aus dem Jahresüberschuß bei angenommener Vollausschüttung

³²⁴ Vgl. ebenda; Vos, E. A.: Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 265f.

³²⁵ Vgl. Vos, E. A.: Differences in Risk Measurement..., a.a.O., S. 266.

³²⁶ Vgl. ebenda, S. 266.

³²⁷ Vgl. Rehkugler, H.: Die Unternehmensgröße..., a.a.O., S. 404.

³²⁸ Vgl. ebenda.

entstehen, sondern mit dem Free Cash-flow, der alle Zahlungen des Unternehmens an seine Umwelt umfaßt, also auch die Zahlungen an die Fremdkapitalgeber.³²⁹

Der Jahresabschluß wird von den Befürwortern der DCF-Verfahren für manipulierbar gehalten. Der Cash-flow ist nach dieser Ansicht bilanzpolitischen Gestaltungen entzogen.³³⁰ Dabei ist der Unterschied zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren hinsichtlich der Überschußgröße hauptsächlich ein Unterschied im Namen.³³¹ Auch das Ertragswertverfahren arbeitet - wie in Kapitel 3.5.2.2.3 dargestellt - mit Einzahlungsüberschüssen. Ein sachlicher Unterschied besteht damit nur hinsichtlich der Berücksichtigung der Zahlungen an Fremdkapitalgeber.

Der Free Cash-flow ist im deutschen Steuersystem widersprüchlich, da die Höhe der Steuern - die in den Free Cash-flow eingehen - durch die Höhe der Fremdkapitalzinsen - die nicht in den Free Cash-flow eingehen - beeinflußt wird. Diese Abgrenzung führt zu hohen Unternehmensgesamtwerten für hoch verschuldete Unternehmen und niedrigen für unverschuldete Unternehmen.³³² Dies ist aufgrund der höheren Konkursgefahr von verschuldeten Unternehmen ein unplausibles Ergebnis. Das Problem kann umgangen werden, wenn im Free Cash-flow nur die Steuern auf das Betriebsergebnis vor Zinsen berücksichtigt werden.³³³

Die Zukunftsorientierung spielt beim DCF-Verfahren die gleiche Rolle wie beim Ertragswertverfahren, so daß hier auf die Ausführungen zum Prognoseproblem in 3.5.2.2.3 verwiesen werden kann.

3.5.2.3.4 Wert des Eigenkapitals

Das DCF-Verfahren ermittelt im entity approach zunächst einen Unternehmensgesamtwert, also die Summe der Werte von Eigenkapital und Fremdkapital. Dabei wird der Wert des Eigenkapitals durch die Nettoausschüttungen an die Eigner und der Wert des Fremdkapitals durch künftige Zinszahlungen und Tilgungen abzüglich Erhöhungen des Fremdkapitals determiniert.³³⁴ Für den

³²⁹ Vgl. Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 134.

³³⁰ Vgl. Burger, A.: Jahresabschlußanalyse, a.a.O., S. 175.

³³¹ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 304.

³³² Vgl. Albach, H.: Shareholder Value, ZfB, 64. Jg. (1994), S. 275.

³³³ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 183. Vgl. zu Problemen mit diesem Ansatz Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen..., a.a.O., S. 797.

³³⁴ Vgl. Coenenberg, A. G./Schulze, W.: Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, Stuttgart 1998, S. 282.

potentiellen Unternehmenskäufer ist aber nur der Wert des Eigenkapitals entscheidungsrelevant. Daher muß von dem Unternehmensgesamtwert der Wert des Fremdkapitals gemäß (3.32) abgezogen werden.

3.5.2.3.5 Beurteilung des DCF-Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren

Die wesentlichen Unterschiede zwischen Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren sind in Tabelle 3.5 dargestellt.

	Ertragswertverfahren	DCF-Verfahren
Wertkategorie	Bruttokapitalwert vor Investitionsausgabe	Bruttokapitalwert vor Investitionsausgabe
Zielgröße	Wert des Eigenkapitals	Unternehmensgesamtwert
Theoretisch relevante Erfolgsgröße	Auszahlungen an Eigentümer	Auszahlungen an Eigentümer zuzüglich Fremdkapitalzinsen
Tatsächliche Erfolgsgröße	Einzahlungsüberschüsse	Einzahlungsüberschüsse vor Fremdkapitalzinsen
Kalkulationszinssatz	Optimale Alternativrendite der Unternehmenseigner	Gewogene Kapitalkosten des Unternehmens (WACC)
Risikozuschlag	Individuell ermittelter subjektiver Risikozuschlag	Kapitalmarktbezogene Ableitung durch das CAPM

Tab. 3.5: Vergleich Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren

(Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Serfling, K./Pape, U.: Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode, WISU, 25. Jg. (1996), S. 62)

Obgleich beide Verfahren auf demselben Bewertungsprinzip, Kapitalisierung zukünftiger Überschüsse, aufbauen, gibt es in der konkreten Ausgestaltung erhebliche Unterschiede. Für Zwecke der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen erscheint das DCF-Verfahren wegen der Schwierigkeiten mit den gewogenen Kapitalkosten - Berechnungsprobleme und erhebliche theoretische Einwände zur Übertragbarkeit des CAPM auf unnotierte Unternehmen - ungeeignet. Eine Anwendung auf den (zumindest in Deutschland) Spezialfall der börsennotierten Aktiengesellschaft ist damit aber nicht ausgeschlossen. Es sei auf die Diskussion in der betriebswirtschaftlichen Literatur zur Überlegenheit des DCF-Verfahrens über das

Ertragswertverfahren verwiesen.³³⁵ Auch das Institut der Wirtschaftsprüfer erwägt, bei einer Überarbeitung ihrer Stellungnahme zur Unternehmensbewertung das DCF-Verfahren aufzunehmen.³³⁶ Nach Ansicht von *Schildbach* ist das DCF-Verfahren in seinen verschiedenen Ausprägungen insbesondere für die Argumentationsfunktion der Unternehmensbewertung geeignet, da der Rückgriff auf Marktdaten - so problematisch dies sein mag - es als objektiv erscheinen läßt und damit eine gute Argumentationsgrundlage darstellt.³³⁷

3.5.3 Marktwertorientierte Verfahren

In der Bewertungspraxis sind neben substanzwertorientierten und ertragswertorientierten Verfahren noch sogenannte Praktikerverfahren von Bedeutung. Diese Verfahren sind marktwertorientiert, indem sie entweder eine betriebswirtschaftliche Kennzahl mit einem Faktor multiplizieren, der einem Marktwert entspricht, oder an Marktwerten vergleichbarer Unternehmen ansetzen.

3.5.3.1 Multiplikatorverfahren

Geht man davon aus, daß der zukünftige Ertrag mit einem durch den Markt vorgegebenen Faktor multipliziert wird, besteht ein enger Zusammenhang zwischen Ertragswert- und Multiplikatorverfahren.³³⁸

$$(3.37) \quad W = \frac{E}{i + z} = E * \frac{1}{i + z} = E * m$$

mit: m = Multiplikator.

$$\text{Es gilt } m = \frac{1}{i + z}.$$

³³⁵ Vgl. z.B. Albach, H.: Shareholder Value, a.a.O., S. 273ff.; Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen..., a.a.O., S. 793ff. mit den Diskussionsbeiträgen von Kaden, J./Wagner, W./Weber, T. et al., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 499ff.; Born, K., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 509f.; Albrecht, T., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 511ff. und der Antwort von Kirsch, H.-J./Krause, C., ZfB, 67. Jg. (1997), S. 517f..

³³⁶ Vgl. Schmidt, P.-J.: Aus der Arbeit des IdW, WPg, 49. Jg. (1996), S. 825ff.

³³⁷ Vgl. Schildbach, T.: Ist die Kölner Funktionenlehre..., a.a.O., S. 319.

³³⁸ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung von MBO-Unternehmen - Theorie und Praxis, DB, 43. Jg. (1990), S. 1879.

Der Multiplikator ist der Kehrwert des um einen Risikozuschlag erhöhten Kalkulationszinsfuß, in dem dann auch wieder die Opportunität zum Ausdruck kommen kann.³³⁹

Die Praxis verwendet das Multiplikatorverfahren jedoch in anderer Weise. Ausgangspunkt ist ein bereinigter Durchschnittsgewinn (vor Steuern) der letzten drei³⁴⁰ bis fünf³⁴¹ Jahre, wobei die letzten Jahre vor der Bewertung größeres Gewicht erhalten. Der Gewinn wird dann mit dem vom Markt vorgegebenen Faktor multipliziert. Die Höhe dieser Faktoren schwankt je nach Marktlage und Branche. Tabelle 3.6 stellt Angaben zu gebräuchlichen Multiplikatoren zusammen.

Neben dem Gewinn können auch noch andere Größen Anknüpfungspunkt für das Multiplikatorverfahren sein. Tabelle 3.7 stellt einige dieser Regeln zusammen.

Bretzke spricht von der „versteckten Intelligenz“³⁴² der „Daumenregeln“. Danach kommen in dem Multiplikator die aktuellen am Markt verlangten Kapitalkosten, der marktübliche Risikozuschlag und das aktuelle Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Unternehmen der Branche zum Ausdruck.

Trotzdem gibt es gegen die Multiplikatorverfahren erhebliche Bedenken. Sie sind zur Ableitung von Entscheidungswerten ungeeignet. Durch die Zugrundelegung der vergangenen Gewinne verstößt dieses Verfahren gegen den Grundsatz der Zukunftsbezogenheit³⁴³, durch die Übernahme entstehende positive und negative Synergieeffekte können nicht berücksichtigt werden.³⁴⁴ Des weiteren ist der Gewinn als Anknüpfungspunkt sehr stark anfällig für Manipulationen. Es ist für den Verkäufer, der einen möglichst hohen Verkaufspreis realisieren möchte, möglich, durch bilanzpolitische Maßnahmen die letzten Gewinne vor dem Verkauf zu erhöhen.³⁴⁵ Als Marktwert verstößt das Multiplikatorverfahren auch gegen den Grundsatz der Subjektivität. Subjektives Entscheidungsfeld und Zielsystem finden keine Berücksichtigung.³⁴⁶ Die Komplexität der Unternehmensbewertung wird durch die Multiplikatorverfahren zu stark reduziert.

³³⁹ Vgl. Bretzke, W.-R.: Risiken in der Unternehmensbewertung, ZfbF, 40. Jg. (1988), S. 818.

³⁴⁰ Vgl. ebenda.

³⁴¹ Vgl. o.V.: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, impulse, o.Jg. (1984), Heft 10, S. 292ff.

³⁴² Vgl. Bretzke, W.-R.: Risiken in der..., a.a.O., S. 818.

³⁴³ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung..., a.a.O., S. 1881.

³⁴⁴ Vgl. Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung..., a.a.O., S. 414f.

³⁴⁵ Vgl. ebenda, S. 414.

³⁴⁶ Vgl. Schmid, H.: Die Bewertung..., a.a.O., S. 1881; Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen bei Veräußerung und Auseinandersetzung, DB, 40. Jg. (1987), S. 2422.

Autor	Faktor
Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e. V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 15.	4 - 7 bei stark wachsenden technologieintensiven Unternehmen oder Unternehmen der Pharma- oder Kosmetikbranche auch sehr viel höhere
Ballwieser, W./Schmid, H.: Charakteristika und Problembereiche von Management Buy-Outs Teil II, WISU, 19. Jg. (1990), S. 361.	4 - 7
Barthel, C.W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, DB, 49. Jg. (1996), S. 159.	Apotheken 4 - 7,5 Bau 3,75 – 7,5 Chemische Industrie 9 - 14 Computerhandel 3,25 - 6 Gaststätten 3,75 - 7,5 Großhandel 6,5 - 11 Kfz-Handel 5,25 - 7 Kioske 5,25 - 7,75 Optiker 4,75 - 7,25 Pharmaindustrie 10 – 14,25 Softwareentwicklung 3,5 - 7 Zeitungen 5,5 – 7
Gösche, A.: Es gibt nicht den Wert schlechthin, Handelsblatt vom 29. April 1992, Beilage Mergers & Acquisitions, S. B10	Chemie 7 – 10 Elektronik 10 – 12 Feinmechanik 4 – 6 Kunststoffverarbeitung 6 – 8 Maschinenbau 4 – 8 Nahrungsmittel 5 – 7 Pharma 10 – 12 Werkzeugbau 6 – 8
o.V.: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, impulse, o. Jg. (1984), Heft 10, S. 296.	Bau 1 – 3 Gaststätten 1,5 – 3 Handel 2,5 – 4,5 Elektrotechnik 4,5 – 6,5 Pharma 7 – 12

Tab. 3.6: Gewinnmultiplikatoren zum Einsatz in der Unternehmensbewertung

Branche	angewandtes Verfahren
Pay TV (USA)	Zahl der Anschlüsse * 2.000 US-\$
Bierlieferungsrechte (Deutschland)	Hektoliterabsatz während der Restlaufzeit * 30DM/hl
Motels (USA)	14.000 bis 17.000 US-\$ pro Raum
Tankstellen (USA)	1.000 US-\$ für 10.000 Gallonen verkauftem Benzin pro Monat (im Durchschnitt)
Kindergärten (USA)	600 bis 900 US-\$ pro betreutem Kind
Krankenhäuser (Australien)	80.000 A\$ pro Bett
Bewachungsdienste (Deutschland)	Umsätze der letzten 9 Monate
Versicherungen (Deutschland)	Prämieneinnahmen des letzten Jahres
Softwareunternehmen (Deutschland)	Summe der Jahresgehälter der Mitarbeiter
Wirtschaftsprüfer- und Steuerberaterpraxen (Deutschland)	100 - 150 % des Jahresumsatzes
Arztpraxen (Deutschland)	Ein Drittel des durchschnittlichen Umsatzes der letzten drei Jahre, abzüglich eines Jahresgehaltes eines vergleichbaren angestellten Arztes
Restaurants (USA)	Wiederbeschaffungskosten der Einrichtung und der Lebensmittel zuzüglich einem Halbjahresgewinn
Franchise Geschäft mit Gebietsschutz (USA)	Kosten des Inventars zuzüglich einem Jahresgewinn

Tab. 3.7: Mengenmäßig orientierte Faustformeln zur Unternehmensbewertung

(Quellen: Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, DB, 49. Jg. (1996), S. 160 mit Verweis auf amerikanische und australische Wirtschaftsprüfer; Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen..., a.a.O., S. 115; Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen - Unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittelständischer Unternehmen, BB, 48. Jg. (1993), S. 2249; Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing the Small Business, 3rd Ed. New York u.a. 1993, S. 456.)

Trotz dieser Kritik darf man die Bedeutung der Multiplikatoren nicht verkennen. In Verhandlungen spielen diese Kennziffern eine große Rolle. Sie sind für die Verhandlungsführer als Orientierungsgröße wichtig. Ein hoher angewandter Multiplikator wird als Verhandlungserfolg für den Verkäufer angesehen, ein niedriger wird als Erfolg für den Käufer angesehen. Beurteilungen der Verhandlung durch die Unternehmensleitung richten sich oft nach diesen Multiplikatoren. Aus diesen Gründen haben die Multiplikatoren einen großen Einfluß auf den realisierbaren Wert eines Unternehmens, der i.d.R. aber vom individuellen Grenzpreis verschieden ist.

3.5.3.2 Comparable Company Analysis

Der vorherrschende Ansatz der Unternehmensbewertung in den USA ist die Comparable Company Analysis, bei der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen zur Bewertung herangezogen werden.³⁴⁷ Die Idee dieses Verfahrens ist, wenn Aktiva einen bestimmten Preis erreicht haben, ein vergleichbarer Vermögensgegenstand - sei es eine Maschine, ein Gemälde oder eben ein Unternehmen - ceteris paribus den gleichen Preis erbringen wird.³⁴⁸ Die Comparable Company Analysis gibt es in drei Unterformen:

- (1) Initial Public Offerings: Es werden Preise für erstmalige Börsenemissionen als Vergleichsmaßstab herangezogen.³⁴⁹
- (2) Recent Acquisitions Method: Es werden erzielte Preise bei Mergers & Acquisitions von ähnlichen Unternehmen herangezogen.³⁵⁰ Aus öffentlich zugänglichen Informationen werden Verhältniszahlen zwischen Kaufpreis und finanzwirtschaftlichen Daten gebildet, die dann auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden.
- (3) Similar Public Company Method: Bei diesem Verfahren wird zum Vergleich ein börsennotiertes vergleichbares Unternehmen herangezogen. Meist wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis der börsennotierten Unternehmen auf das zu

³⁴⁷ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung in den USA, WPg, 45. Jg. (1992), S. 597.

³⁴⁸ Vgl. Mullen, M.: How to Value Business Enterprises by Reference to Stock Market Comparisons, Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), S. 572.

³⁴⁹ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 598; Buchner, R./Englert, J.: Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, BB, 49. Jg. (1994), S. 1576.

³⁵⁰ Vgl. Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 600.

bewertende Unternehmen mit Zu- und Abschlägen, die individuelle Besonderheiten ausdrücken sollen, angewendet.³⁵¹

Ein entscheidendes Problem dabei ist, daß an der Börse nur einzelne Anteile an Unternehmen gehandelt werden, die keine Kontrolle über das Unternehmen ermöglichen. Daher muß beim Erwerb von Mehrheitsrechten ein Zuschlag für den Wert der Unternehmenskontrolle berücksichtigt werden.³⁵² Des weiteren müssen Kriterien gefunden werden, an denen man die Vergleichbarkeit von Unternehmen fest machen kann. Dies können Branche, Kapitalstruktur, Größe, Rechtsform, Kundenstruktur etc. sein.³⁵³ Es ist sehr schwierig, ein wirklich vergleichbares Unternehmen zu finden. Aus theoretischer Sicht sind Unternehmen nur dann vergleichbar, wenn sie zukünftig identische Zahlungsströme generieren. Um die Vergleichbarkeit zweier Unternehmen zu überprüfen, würde es einer Prognose zukünftiger Zahlungsströme - also dem schwierigsten und am stärksten kritisierten Teil der Ertragsbewertung - bedürfen. Damit wäre aber der Vorteil der leichten Handhabbarkeit der Comparable Company Analysis verloren.³⁵⁴

Selbst wenn realisierte Preise ermittelt werden können, muß berücksichtigt werden, daß dies Einigungspreise sind, die von den zu ermittelnden Grenzpreisen regelmäßig verschieden sind. Auch diese Einigungspreise sind wegen der geringen Häufigkeit von Transaktionen auf dem Unternehmensmarkt nur begrenzt relevant, da historische Preise nicht ohne weiteres auf spätere Zeitpunkte übertragen werden können.³⁵⁵

Dieses in den USA stark verbreitete Verfahren scheint für Kontinentaleuropa nicht anwendbar. Wegen der geringen Börsenkapitalisierung ist die Zahl der vergleichbaren Unternehmen äußerst gering. Öffentlich zugängliche und verlässliche Daten über abgeschlossene Akquisitionen sind in Deutschland ebenfalls kaum zu erhalten.³⁵⁶ Dies gilt v.a. für das Segment der kleinen und mittleren Unternehmen.

³⁵¹ Vgl. Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, a.a.O., S. 156; Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 598; Valcárcel, S.: Ermittlung und Beurteilung des strategischen Zuschlags als Brücke zwischen Unternehmenswert und Marktpreis, DB, 45. Jg. (1992), S. 593.

³⁵² Vgl. Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, a.a.O., S. 156.

³⁵³ Vgl. ebenda, S. 150.

³⁵⁴ Vgl. Ballwieser, W.: Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? - Kritik an den Thesen von Barthel -, DB, 50. Jg. (1997), S. 191.

³⁵⁵ Vgl. Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, a.a.O., S. 165.

³⁵⁶ Vgl. Helbling, C.: DCF-Methode und Kapitalkostensatz..., a.a.O., S. 158.

Die marktwertorientierten Verfahren der Unternehmensbewertung sind nicht angemessen, um Entscheidungswerte der Unternehmung zu ermitteln. Sie können individuelle Grenzpreise durch den Rückgriff auf Marktdaten stark verfälschen und damit zu schlechten Entscheidungsgrundlagen führen. Wie erläutert, hängt der Unternehmenswert von den subjektiven Zielen und Möglichkeiten des potentiellen Käufers bzw. Verkäufers ab. Diese sind aber nicht in den Marktpreisen enthalten, was zu Über- bzw. Unterschätzungen des rational vertretbaren Grenzpreises führen kann. Allerdings scheinen die marktwertorientierten Verfahren wegen ihrer vordergründigen Glaubwürdigkeit und Objektivität besonders für die Argumentationsfunktion geeignet. Es lassen sich durch die Fokussierung auf die Branche individuelle Schwächen des Unternehmens leicht verdecken.

4 Analyse der Bewertungssituation bei kleinen und mittleren Unternehmen

Unternehmensbewertung ist - wie in Kapitel 3 dargestellt - ein zweistufiger Prozeß. Auf der ersten Stufe steht die Analyse der Ziele und Möglichkeiten der Bewertungsparteien. Diese in Kapitel 3.4 allgemein vorgenommene Betrachtung soll im folgenden für die spezielle Situation von Käufern und Verkäufern kleiner und mittlerer Unternehmen durchgeführt werden.

4.1 Zielsysteme der Bewertungsparteien

4.1.1 Monetäre Zielsetzungen

In der „Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“¹ werden ausschließlich finanzielle Ziele bei den Entscheidungsträgern vorausgesetzt. Unter dieser Prämisse wird der Wert des Unternehmens „durch seine Eigenschaft bestimmt, Einnahmenüberschüsse zu erwirtschaften.“² Auch in anderen Bewertungskonzeptionen werden meist nur monetäre Zielsetzungen berücksichtigt. Der monetäre Nutzen, den ein Unternehmen spendet, determiniert den Wert. Wenn ein Entscheidungsträger ausschließlich monetäre Zielsetzungen hat, sind auch für die Überschußgröße E aus dem Ertragswertverfahren nur Beiträge zur Erreichung des monetären Zieles relevant. Für den Käufer stellt dieser monetäre Beitrag den Gewinn dar, den das Unternehmen nach dem Kauf erwirtschaftet und an ihn ausschüttet.

In einer Marktwirtschaft ist die Erzielung von Gewinn unabdingbare Voraussetzung für das Bestehen eines privatwirtschaftlichen Unternehmens.³ Gewinnerzielung ist primäres Ziel des Unternehmens, die Leistungserstellung ist nur Mittel zum Zweck.⁴ Der Zufluß finanzieller Mittel ist dabei für den Entscheidungsträger i.d.R. kein Selbstzweck. Entscheidend ist vielmehr die Möglichkeit, diese finanziellen Mittel in sofortigen oder späteren Konsum umzusetzen. Der Unternehmenswert ist also bei Zugrundelegung von rein finanzieller Zielsetzung ein reiner Wirkungswert, der nur mittelbar einen Nutzen (durch Konsum) für den Entscheidungsträger hat.

¹ Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O.

² Ebenda, S. 469.

³ Vgl. Staehle, W. H.: Management, 6. Auflage, München 1991, S. 407.

⁴ Vgl. Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Die Produktion, 24. Auflage, Berlin u.a. 1983, S. 465.

Bei ausschließlicher Betrachtung der Zielgröße „Gewinn“ wird meist von einem Maximierungsziel⁵ ausgegangen (je mehr Gewinn erzielt wird, desto besser). Vorstellbar ist aber auch bei Dominanz nicht finanzieller Zielsetzungen, daß Einzahlungen als Satisfizierungsziel verfolgt werden. Dies heißt, daß zwar ein nicht-finanzielles Ziel im Mittelpunkt steht, aber unter der Nebenbedingung, daß eine bestimmte Menge Gewinn gemacht wird bzw. es zu keinen Verlusten kommt.

Empirische Untersuchungen⁶ zeigen eine große Bedeutung des Gewinnziels in kleinen und mittleren Unternehmen. Allerdings werden von vielen Unternehmern nicht ausschließlich Gewinnziele verfolgt. Andere, mittelbar oder nicht-monetäre Ziele, haben ebenfalls eine große Bedeutung in kleinen und mittleren Unternehmen.

4.1.2 Andere ökonomische Zielsetzungen

Neben rein finanziellen Zielsetzungen sind noch andere ökonomische Zielsetzungen denkbar, die mittelbar zu höheren Einzahlungen beim Eigentümer führen. Hier handelt es sich vor allem um Ziele, die mit der strategischen Ausrichtung des Unternehmens zusammenhängen.

Möglich ist die Erhöhung des Marktanteils auf dem relevanten Markt, die Öffnung neuer z.B. ausländischer Märkte und der Kauf einer neuen Produktpalette, mit der die ursprüngliche Produktpalette des Unternehmens sinnvoll ergänzt werden kann. In diese Gruppe von Zielen gehört auch der Kauf von Innovationen, die das übernehmende Unternehmen selbst vermarkten will. Des weiteren kann mit einer Übernahme qualifiziertes Personal an das eigene Unternehmen gebunden werden.

Vorstellbar ist auch, daß mit der Übernahme ein Konkurrent auf dem relevanten Markt ausgeschaltet werden soll. Durch eine solche Übernahme verbessert sich dann die eigene Marktstellung.

Diesen Zielen gemeinsam ist, daß sie i.d.R. komplementär sind zum Gewinnziel. Mit verbesserten Marktstellungen, Eintritt in neue Märkte und Zukauf von immateriellen Vermögensgegenständen soll mittel- bis langfristig die Gewinnsituation des übernehmenden Unternehmens und damit die Entnahmen verbessert werden.

⁵ Vgl. zu diesem Begriff Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

⁶ Vgl. z.B. Fritz, W./Förster, F./Raffée, H. et al.: Unternehmensziele in Industrie und Handel, DBW, 45. Jg. (1985), S. 390; Bamberger, I./Pleitner, H. J.: Strategische Ausrichtung..., a.a.O., S. 65ff.

Die Unternehmensbewertung hat in solchen Fällen das Problem, daß sich die Realisierung der Ziele oft erst in der fernerer Zukunft in den vom Unternehmen erwirtschafteten Überschüssen niederschlägt. Da die Prognose der zukünftigen Überschüsse aber nur einen begrenzten Zeitraum überblicken kann - wie in 3.5.2.2.3 dargestellt - sind diese strategischen Ziele schwer in ein Unternehmensbewertungskalkül einzufügen. Das herkömmliche Phasenschema der Prognose - eine bis zu 8jährige detailliertere Prognose der relevanten Überschüsse - kann diese Entwicklungen meist nicht erfassen. Liegt ein solches Zielsystem beim Käufer eines kleinen und mittleren Unternehmens vor, muß der Unternehmensbewerter versuchen, auch ferner in der Zukunft liegende Entwicklungen zu berücksichtigen.

4.1.3 Metaökonomische Zielsetzungen

Metaökonomische Ziele haben keinen unmittelbaren ökonomischen Bezug und schlagen sich i.d.R. nicht in einer verbesserten wirtschaftlichen Situation des Käufers bzw. Verkäufers nieder. Während die monetären Ziele in das Kalkül eines potentiellen Unternehmenskäufers bzw. -verkäufers einfließen können, ist die Berücksichtigung der nicht-monetären metaökonomischen Ziele schwieriger, da sie in vielen Fällen nur schwer quantifizierbar sind und sich eher auf der emotionalen Ebene bilden. Dennoch muß eine Unternehmensbewertung diese weichen Faktoren berücksichtigen⁷, um den Entscheidungsträgern eine ihren Zielen adäquate Entscheidungsgrundlage zu geben.⁸ Von besonderer Bedeutung ist dabei das Streben nach Macht.⁹ Unter Macht sollen die Beeinflussungsmöglichkeiten des Verhaltens von anderen Menschen und die Verfügungsmöglichkeiten über Vermögensgegenstände verstanden werden.¹⁰ In vielen Fällen wird man feststellen, daß das Streben nach Macht Mittel zur Erreichung ökonomischer Ziele ist. So können in Verhandlungen mit Kunden oder Lieferanten bessere Ergebnisse erzielt werden. Ein größerer Marktanteil durch Zukauf eines Unternehmens würde die Macht erhöhen. In anderen Fällen kann aber das

⁷ Die Bedeutung der weichen Faktoren für eine positive Unternehmensentwicklung betont Fröhlich, W.: Personalentwicklung und Führung - Innovative Ansätze zur Gestaltung eines modernen Personalmanagements, Flensburg 1997, S. 3.

⁸ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen bei der Veräußerung mittelständischer Unternehmen, Berlin 1985, S. 33.

⁹ Vgl. Heinen, E.: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 9. Auflage, Wiesbaden 1985, S. 115.

¹⁰ Vgl. Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 371.

Machtstreben selbst im Mittelpunkt des unternehmerischen Handelns stehen.¹¹ Insofern kann das Streben nach Macht auch zum eigentlichen Motiv für einen Unternehmenskauf werden. Mit dem Wechsel von der abhängigen Tätigkeit in eine unternehmerische Tätigkeit steigt das Machtpotential erheblich an. Der Unternehmer hat, im Gegensatz zum abhängig Beschäftigten, erhebliche Beeinflussungsmöglichkeiten auf die Personen, die in seinem Unternehmen beschäftigt sind, und Verfügungsmöglichkeiten über Vermögensgegenstände, die zu seinem Unternehmen gehören.¹² Für den potentiellen Verkäufer eines Unternehmens stellt der Verkauf seines Unternehmens im Gegensatz dazu eine Einbuße an Macht dar.

Ist das Streben nach Macht ein wichtiger Bestandteil des Zielsystems eines potentiellen Käufers bzw. Verkäufers eines Unternehmens, muß dies bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden. Dies erscheint sehr schwierig, da eine Quantifizierung und Monetisierung von Macht wenig praktikabel ist. Allerdings müssen die Bewertungsparteien in ihrer Entscheidung die Veränderungen des Machtpotentials berücksichtigen. Tendenziell wird ein potentieller Käufer, der nach Macht strebt mehr als den Grenzpreis bei rein monetärer Zielsetzung, bereit sein zu zahlen. Der Verkäufer, der das Streben nach Macht bezweckt, wird einen Zuschlag zu seinem Grenzpreis erhalten müssen, da er Macht verliert.

Für den externen Unternehmensbewerter ist die Berücksichtigung der Zielgröße Macht nur dann möglich, wenn die Partei ihm seine wahre Zielstruktur offenbart. Ist dies nicht der Fall, kann er dieses Ziel nicht in die Bewertung einfließen lassen. Dies erscheint sehr wahrscheinlich, da Machtstreben kein von der Gesellschaft akzeptiertes Ziel unternehmerischen Handelns ist.

Ein weiteres für die Entscheidung Kauf/Verkauf eines Unternehmens relevantes Ziel ist das Streben nach Unabhängigkeit. Dabei steht das Unabhängigkeitsstreben in enger Beziehung zum Machtstreben.¹³ Die Unabhängigkeit bezeichnet die Möglichkeit, Entscheidungen über die eigene Person ohne Einflußnahme von außen treffen zu können.¹⁴

Unabhängigkeit kann mit einer Unternehmertätigkeit realisiert werden. Dies kommt schon in dem Wort „Selbständiger“ zum Ausdruck, das häufig als Synonym zum

¹¹ Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 115.

¹² Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 35.

¹³ Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 115.

¹⁴ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 36.

Begriff „Unternehmer“ gebraucht wird. Mit diesem Begriff wird Unabhängigkeit zur entscheidenden Eigenschaft des Unternehmers.¹⁵ Mit der Übernahme eines Unternehmens erhöht sich die Unabhängigkeit des Entscheidungsträgers im Vergleich zur abhängigen Tätigkeit in einem Unternehmen. Bei einem potentiellen Käufer kann das Unabhängigkeitsstreben ein ausschlaggebender Faktor beim Unternehmenskauf sein. Dann will der Entscheidungsträger unbedingt ein Unternehmen kaufen. In diesem Fall kann die Betrachtung der Alternative „Optimale Anlage am Kapitalmarkt“ zu falschen Ergebnissen führen. Vielmehr ist dann die Betrachtung von verschiedenen Unternehmen, die für eine Übernahme zur Verfügung stehen, vorzunehmen. Tendenziell wird das Ziel „Unabhängigkeit“ also von einer Unternehmensübernahme gefördert, so daß sich der Wert für den potentiellen Käufer erhöht.

Eine andere Ausprägung des Ziels „Selbständigkeit“ aus Verkäufersicht ist die Erhaltung des Unternehmens als rechtlich und wirtschaftlich selbständiger Einheit auch nach dem Verkauf. Empirische Untersuchungen zeigen die Wichtigkeit dieses Motivs bei der Auswahl eines Käufers.¹⁶ Dafür, daß das Lebenswerk des ausscheidenden Unternehmers in seiner bestehenden Form erhalten wird, kann ein potentieller Verkäufer bereit sein, einen Abschlag auf den errechneten monetären Unternehmenswert hinzunehmen.

Als weiteres Ziel kann das Streben nach Sicherheit, d.h. die Sicherung der ökonomischen Existenz, für eine Unternehmensbewertung relevant werden.¹⁷ Damit ist die Sicherung der ökonomischen Existenz des Unternehmers gemeint. Relevant ist die Möglichkeit, mit Einkünften aus dem Unternehmen bzw. aus dem Verkauf des Unternehmens zukünftig den Lebensunterhalt zu sichern. Mit unternehmerischer Tätigkeit ist zwingend das sogenannte „Unternehmerrisiko“ verbunden, das nicht plötzlich, sondern schleichend eintritt.¹⁸ Erst langsam zeigt sich der Mißerfolg der Unternehmung in geringeren Einnahmen und Verlusten. Das Unternehmerrisiko kann i.d.R. nur von der Unternehmensleitung selbst abgefangen werden und ist daher

¹⁵ Vgl. ebenda, S. 37.

¹⁶ Vgl. z.B. Luippold, T. L.: Management Buy-Outs. Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern u.a. 1991, S. 339.

¹⁷ Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 112ff.; Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 38ff.

¹⁸ Vgl. hierzu und dem folgenden Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 145.

nicht versicherbar. Die Überwälzung auf Dritte ist meist nur mittels Beteiligungsfinanzierung möglich. Für den potentiellen Käufer stellt das Unternehmen mithin eine unsichere zukünftige Einnahmequelle dar. Für den Unternehmenskäufer, werden die sicheren Einkünfte aus einer ehemaligen abhängigen Beschäftigung zu einer unsicheren Einnahmequelle aus selbständiger Tätigkeit.¹⁹

Der potentielle Verkäufer verliert dahingegen eine unsichere Einnahmequelle und erhält den Verkaufspreis, der unabhängig gezahlt wird von der tatsächlichen Zukunftsentwicklung des veräußerten Unternehmens. Mithin erhöht sich die Sicherheit seiner Einnahmen. Der Verkäufer kann seine Mittel z.B. in „quasi-sicheren“ Bundesanleihen anlegen.

Ein anderer Fall liegt dann vor, wenn der Kaufpreis an die zukünftige Entwicklung des zur Veräußerung stehenden Unternehmens gekoppelt wird. Dies ist beispielsweise bei der Vereinbarung der sogenannten „Earn-Out-Methode“ im Kaufvertrag der Fall. Bei der Earn-Out-Methode wird der Kaufpreis ganz oder teilweise durch eine Beteiligung des Verkäufers am tatsächlich realisierten Gewinn abgegolten.²⁰ In diesem Fall wird ein Basispreis vereinbart und durch die eintretenden wirtschaftlichen Erfolge korrigiert. Formal ergibt sich der Kaufpreis dabei nach²¹:

$$(4.1) \quad P = P_F + P_V$$

$$(4.2) \quad P_V = \sum_{t=1}^T EOZ_t$$

$$(4.3) \quad EOZ = g \cdot G_{EOZ}$$

mit: P_F = Basispreis

P_V = variabler Teil des Kaufpreises

EOZ = Earn-Out-Zahlungen

g = Anteil an der Bemessungsgrundlage

G_{EOZ} = Bemessungsgrundlage für die Earn-Out-Zahlungen

¹⁹ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 38f.

²⁰ Vgl. Meuli, H.-M.: Preisgestaltung bei Verkäufen von KMU - Earn-Out-Methode als mögliche Alternative, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 942; Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 513; Haas, G.: Die Earn-Out-Methode bei der Unternehmensbewertung, BB, 30. Jg. (1975), S. 182.

²¹ Vgl. Meuli, H.-M.: Preisgestaltung bei Verkäufen von KMU..., a.a.O., S. 942.

Der zu zahlende Betrag besteht aus einem fest vereinbarten Basispreis und einem variablen Teil. Der variable Teil setzt sich aus den periodisch zu zahlenden Earn-Out-Zahlungen zusammen, die an eine Bemessungsgrundlage aus dem Rechnungswesen des Unternehmens anknüpft.

Als Bemessungsgrundlage für die Earn-Out-Zahlungen können Gewinngrößen gewählt werden.²² Da diese Größe des Rechnungswesens manipulationsanfällig ist, muß der Verkäufer auch in dem für die Earn-Out-Zahlungen vereinbarten Zeitraum - meistens fünf Jahre²³ - weiterhin zumindest über Kontrollrechte in dem Unternehmen verfügen.

Mit Einigung auf eine Abgeltung mittels Earn-Out-Zahlungen verringert sich die Sicherheit des Verkäufers, über einen festen Betrag zum künftigen Konsum zu verfügen, insbesondere auch deshalb, weil er von den Fähigkeiten und dem unternehmerischen Geschick seines Nachfolgers abhängig ist. Daher wird in einem solchen Fall tendenziell insgesamt ein höherer Preis gezahlt werden müssen. Dadurch, daß der Käufer aber an Sicherheit gewinnt, da er seinen Vorgänger noch länger an dem Unternehmerrisiko beteiligt, wird dieser aber auch bereit sein, den höheren Kaufpreis zu bezahlen.

Auch soziale und sittlich-ethische Zielsetzungen, die aus der Gesellschaftsordnung erwachsen, beeinflussen unternehmerisches Handeln.²⁴ So kann bei einer Übernahme die Sicherung von Arbeitsplätzen eine wichtige Rolle spielen, insbesondere bei Übernahmen durch das Management oder die Belegschaft (vgl. Kapitel 4.2.1.1 und 4.2.1.2 dieser Arbeit). In diesen Fällen muß die Unternehmensbewertung auch diese sozialen Ziele mit in ihr Kalkül einbeziehen.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Berücksichtigung ausschließlich monetärer Ziele bei der Unternehmensbewertung nicht angemessen erscheint. Auch andere ökonomische Ziele und metaökonomische Ziele sind von dem Kalkül zu berücksichtigen. Diese Berücksichtigung stellt solange keine Schwierigkeit dar, wie sich die erstrebten Größen in monetäre Größen umwandeln lassen, wie das bei den anderen ökonomischen Zielsetzungen i.d.R. der Fall ist. Problematisch ist aber die Berücksichtigung der metaökonomischen Ziele, die oft emotional begründet sind.

²² Vgl. ebenda, S. 943.

²³ Vgl. Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 513.; Haas, G.: Die Earn-Out-Methode..., a.a.O., S. 182.

²⁴ Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 115.

Eine Monetisierung dieser Zielsetzungen und damit eine Rationalisierung erscheint unpraktikabel, auch weil der Entscheidungsträger diese Ziele dem externen Unternehmensbewerter nicht immer offenbaren wird. Aus diesen Zielen lassen sich in vielen Fällen Übernahmen erklären, die mit dem rationalen rein monetären betriebswirtschaftlichen Kalkül nicht nachvollziehbar sind.

Der Entscheidungsträger berücksichtigt seine metaökonomischen Ziele als eine Art Nebenbedingung, die er neben das rationale betriebswirtschaftliche Kalkül stellt. Gerade bei Übernahmen von kleinen und mittleren Unternehmen spielt diese emotionale Ebene eine größere Rolle als bei Großunternehmen, da der ausscheidende Unternehmer i.d.R. alle seine Mitarbeiter kennt und eine Verantwortung auch über den Zeitpunkt seines Ausscheidens hinaus verspürt. Auch wenn eine direkte Einbeziehung in ein Unternehmensbewertungskalkül nicht praktikabel erscheint, muß der Unternehmensbewerter diese Motive seines Mandanten kennen und als Nebenbedingungen berücksichtigen.

4.2 Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien

Die Entscheidungsfelder beider Bewertungsparteien - als Ausdruck der Möglichkeiten, die ihnen offenstehen - stehen sich spiegelbildlich gegenüber. Für den Käufer besteht das Entscheidungsfeld aus den seinen Zielen entsprechenden Unternehmen, die zum Verkauf stehen, und den Handlungsmöglichkeiten ohne Durchführung einer Unternehmenstransaktion. Für den Verkäufer besteht das Entscheidungsfeld aus den Nachfragern nach seinem Unternehmen und dem Verzicht auf den Unternehmensverkauf.

Gibt es für ein Unternehmen mehr als einen potentiellen Käufer, bildet sich für den verkaufswilligen Unternehmer ein Nachfragermarkt. Sobald ein bindendes Kaufangebot vorliegt, verliert der (niedrigere) Unternehmenswert aus Sicht des Verkäufers seine Bedeutung als Grenzpreis. Er kann dann mindestens den Preis, der in der Kaufofferte gemacht worden ist, realisieren.²⁵

²⁵ Vgl. Kraus-Grünewald, M.: Gibt es einen objektiven Unternehmenswert?, a.a.O., S. 1843.

4.2.1 Potentielle Käufer von kleinen und mittleren Unternehmen

4.2.1.1 Management

Kauft ein bisher angestellter Manager bzw. das bisher angestellte Managementteam sein Unternehmen und wird zum Eigentümer, spricht man in Anlehnung an die anglo-amerikanische Begrifflichkeit von einem Management Buy-Out (MBO).^{26, 27} Beim MBO übernehmen die angestellten Manager das Unternehmen oder den Unternehmensteil und führen es unter Beendigung des bisherigen Beschäftigungsverhältnisses und Wechsel in die Eigentümerposition weiter.²⁸ Management wird dabei im institutionellen Sinn verstanden. Die in Frage kommenden Personengruppen sind das Top-Management und die leitenden Angestellten eines Unternehmens bzw. eines Teils von einem Großunternehmen.²⁹

Eine andere Möglichkeit ist die Durchführung eines Management Buy-Ins (MBI). Bei diesem stellt eine Gruppe von potentiellen Käufern vorab ein Managementteam zusammen, das dann nach dem Kauf sowohl die Eigentümer- als auch die Geschäftsführungsposition übernimmt. Das neue Management ersetzt dabei ganz oder teilweise die alte Geschäftsführung.³⁰

Eine Mischform aus MBO und MBI ist der Buy-In Management Buy-Out (BIMBO). Beim BIMBO übernimmt das bisher angestellte Management zusammen mit externen Managern das Unternehmen. Dabei wird die interne Kenntnis der bisherigen Manager ergänzt durch neue Elemente, die die externen Manager einbringen.³¹

Von diesen Formen der Übernahme ist der Leveraged Buy-Out (LBO) zu unterscheiden, der sich nicht auf die Person des Käufers bezieht, sondern eine Finanzierungstechnik bezeichnet. Bei einem LBO wird die Übernahme zum überwiegenden Teil durch Fremdkapital finanziert.³² Das aufgenommene Fremdkapital wird durch die Vermögensgegenstände des übernommenen

²⁶ Vgl. Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche, arbeits- und gesellschaftsrechtliche Aspekte des Management Buy-Out, BB, 42. Jg. (1987), S. 2170; v. Boxberg, F.: Das Management Buy-Out Konzept..., a.a.O., S. 9.

²⁷ Hatzig identifiziert zwölf unterschiedliche Schreibweisen für den MBO in der deutschsprachigen Literatur. Vgl. Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung..., a.a.O., S. 13. Im Rahmen dieser Arbeit wird die oben angewandte Schreibweise beibehalten.

²⁸ Vgl. Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche..., a.a.O., S. 2170.

²⁹ Vgl. Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung..., a.a.O., S. 15ff.

³⁰ Vgl. v. Boxberg, F.: Das Management Buy-Out Konzept..., a.a.O., S. 25f.

³¹ Vgl. Stokes, D.: Small Business Management - An Active-Learning Approach, 2nd Edition, London 1995, S. 157.

³² Vgl. Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen..., a.a.O., S. 15; Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.: Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Englewood Cliffs 1990, S. 394.

Unternehmens besichert.³³ Meist erfolgt die Tilgung durch laufende Einkünfte und Verkauf von Aktiva der Unternehmung.³⁴ Durch diese Finanzierungstechnik können auch relativ schwach mit Eigenkapital ausgestattete Investoren Unternehmensübernahmen durchführen.³⁵ Aus diesem Grund werden MBOs und MBIs häufig durch die LBO Technik durchgeführt.

Management Buy-Outs werden in Deutschland hauptsächlich aus zwei Gründen getätigt: Zum einen verkaufen Großunternehmen Unternehmensteile, die nicht mehr in ihr Konzept passen, an die Manager der betreffenden Abteilung. Zum anderen werden MBOs zur Lösung von Nachfolgeproblemen in kleinen und mittleren Unternehmen durchgeführt.³⁶ Des weiteren wurden ca. 18 % der ehemals volkseigenen Betriebe der Treuhandanstalt durch Management Buy-Outs privatisiert.³⁷ Ziel war es dabei, schnell mittelständische Strukturen in den neuen Bundesländern aufzubauen und dabei das vorhandene Managementpotential zu nutzen.

Nach einer Umfrage des 3i European Enterprise Centre könnten sich 23% der befragten Manager (500 Manager aus Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Italien und Spanien)³⁸ vorstellen, unternehmerische Verantwortung im Rahmen eines MBO oder MBI zu übernehmen, so daß Potential für diese Form der Unternehmenstransaktion vorhanden ist.

³³ Vgl. Lerbinger, P.: Unternehmensakquisition durch LBO, Die Bank, o. Jg. (1986), S. 133; Holzapfel, H.-J./Pöllath, R.: Recht und Praxis..., a.a.O., S. 184.

³⁴ Vgl. Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.: Mergers..., a.a.O., S. 394.

³⁵ Vgl. v. Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept..., a.a.O., S. 14; McNeill Stancill, J.: LBOs for Smaller Companies, HBR, 66. Jg. (1988), January-February, S. 18.

³⁶ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 408; Ballwieser, W./Schmid, H.: Charakteristika und Problembereiche von Management Buy-Outs, Teil I, WISU, 19. Jg. (1990), S. 303; Lezius, M.: Die Nachfolger sind die eigenen Manager, Der Arbeitgeber, 41. Jg. (1989), S. 924; Neumann, R.: Betriebsübernahme - Probleme und Lösungen, in: Chancen und Risiken der Existenzgründung, Materialsammlung zum Fachkongreß „Existenzgründungsberatung“ des Bundesministeriums für Wirtschaft am 13. September 1995, Dokumentation des BMWi Nr. 392, Bonn 1996, S. 41.

³⁷ Vgl. Schwen, B.: Das Management-Buy-Out Konzept in der Bundesrepublik Deutschland - Ein Instrument zur Erhaltung und Schaffung mittelständischer Wirtschaftsstrukturen, insbesondere in den neuen Bundesländern, Frankfurt/M. 1995, S. 150; o.V.: Management-Buy-Out-Unternehmen im Land Brandenburg. Entstehung, Entwicklung, Zukunftschancen, Brandenburger Wirtschaftsbrief, Nr. 2/1993, S. 1; Hoffmann, P./Ramke, R.: Management Buy-Out in der Bundesrepublik Deutschland. Anspruch, Realität und Perspektiven, 2. Auflage, Berlin 1992, S. 147f.; Nölkel, D.: Besonderheiten bei der Durchführung von MBOs in den neuen Bundesländern, DStR, 32. Jg. (1994), S. 761ff.

³⁸ Vgl. Richards, A.: Wenn Manager Unternehmer werden, in: Generationenwechsel im Mittelstand. Verlagsbeilage der Welt am Sonntag in Zusammenarbeit mit dem Bundesministerium für Wirtschaft, Welt am Sonntag vom 23. Februar 1997, S. 1.

Der MBO entwickelte sich in den 60er Jahren in den USA. Die Wurzel waren Übernahmen von sanierungswürdigen Unternehmen durch die Managementteams. Verstärkt wurde diese Form der Übernahme durch die Welle von Desinvestitionen von diversifizierten Großkonzernen in den 70er Jahren, als Manager ihre für die Muttergesellschaften strategisch unbedeutend gewordenen Abteilungen übernahmen.³⁹ In Deutschland blieb der MBO aber bis in die jüngste Zeit hinein weniger bedeutend als in den USA oder Großbritannien.⁴⁰ Erst mit dem Markteintritt von britischen und amerikanischen Finanzierungsgesellschaften hat der MBO bzw. MBI auch in Deutschland größere Aufmerksamkeit erlangt und gewinnt auf dem deutschen Markt für Unternehmen verstärkt an Relevanz.⁴¹

Im folgenden sollen nur die Fälle der MBOs bzw. MBIs zur Sicherung der Nachfolge in kleinen und mittleren Unternehmen weiter untersucht werden.

Ein bedeutendes Problem ist die Kapitalbeschaffung für das kaufwillige Managementteam, egal ob es sich um ein internes oder externes Team handelt. Typische Finanzstrukturen sind in Tabelle 4.1 dargestellt.

Finanzierungsart	Transaktionssumme	
	Kleinere	Größere
Eigenkapital	30 - 40 %	10 %
Bankdarlehen	50 %	40 - 60 %
Verkäuferdarlehen	10 - 20 %	10 %
Wagniskapital	-	20 - 40 %

Tab. 4.1: Typische Finanzierungsstrukturen von Management Buy-Outs

(Quelle: Götsche, A.: Mergers & Acquisitions im Mittelstand - Unternehmen und Beteiligungen gezielt kaufen und verkaufen: Planung, Strategie, Durchführung, Integration, Wiesbaden 1991, S. 138; ähnlich auch: Schwien, B.: Das Management-Buy-Out-Konzept..., a.a.O., S. 90)

³⁹ Vgl. Schwien, B.: Das Management-Buy-Out-Konzept..., a.a.O., S. 22.

⁴⁰ Vgl. v. Boxberg, F.: Das Management Buy-Out Konzept..., a.a.O., S. 68f.

⁴¹ Verwiesen sei hier auf das englische Unternehmen 3i, das seit 1986 in Deutschland tätig ist. 3i hat 1996 in Deutschland 2 MBOs, 3 MBIs und 1 BIMBO - hauptsächlich Nachfolgeregelungen - durchgeführt. Vgl. 3i Group plc: Company Facts 1996, o.O., o. Jg.

Wagniskapital und z.T. auch Eigenkapitalelemente werden von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften zur Verfügung gestellt (vgl. 4.2.1.6). Die Finanzierung von typischen MBOs, MBIs und BIMBOs nutzt den Leverage Effekt aus. Solange die erwartete Rendite des Unternehmens höher ist als die Fremdkapitalzinsen, nimmt die Gesamtkapitalrentabilität mit steigender Verschuldung zu.⁴² Der hohe Fremdkapitalanteil, der von dem Unternehmen aufgebracht werden muß, führt aber auch zu einer veränderten Risikoexposition des Unternehmens. Höhere Verschuldung erhöht ceteris paribus die Insolvenzgefahr eines Unternehmens. Die erhöhte Insolvenzgefahr muß demgemäß bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden. Hier ergibt sich ein Zirkularitätsproblem: Der Kaufpreis muß bekannt sein, um die notwendige Summe Fremdkapital zu bestimmen und damit die Risikoexposition.⁴³ Dieses Problem läßt sich allerdings mit iterativen Rechenverfahren und der Vorgabe einer Zielkapitalstruktur lösen.

Eine weitere Besonderheit für die Unternehmensbewertung bei einem MBO und BIMBO resultiert aus der besonderen Stellung der Käufer. Sie verfügen, im Gegensatz zu externen Kaufinteressenten, über große Informationen über das zu bewertende Unternehmen: Märkte, Mitarbeiter, Potentiale des Unternehmens sind den Managern besser bekannt als anderen Interessenten.⁴⁴ Dabei haben die Manager auch einen Informationsvorsprung gegenüber Eigentümern, die nicht an der Unternehmensführung beteiligt sind. Für die Unternehmensbewertung ergibt sich aus diesen besonderen Informationsmöglichkeiten, daß sich die Probleme der Datenbeschaffung bei einer Bewertung aus Managersicht geringer darstellen als bei externen Käufern. Prognosen können mit höherer Güte abgegeben werden.

Nach Einschätzung vieler Autoren erweisen sich die meisten Transaktionen, bei denen ein Manager oder Managementteam ein Unternehmen übernimmt, als erfolgreich. Es sind nur wenige Konkurse nach einem MBO bekannt.⁴⁵ Einige Untersuchungen kommen allerdings zu dem Ergebnis, daß Management Buy-Outs

⁴² Vgl. Schwien, B.: Das Management-Buy-Out-Konzept..., a.a.O., S. 15. Ausführliche Darstellungen des Leverage Effekts finden sich bei: Spremann, K.: Investition und Finanzierung, a.a.O., S. 281ff.; Drukarczyk, J.: Finanzierung, a.a.O., S. 64; Süchting, J.: Finanzmanagement - Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Auflage, Wiesbaden 1995, S. 106ff.

⁴³ Vgl. Kraus-Grünwald, M.: Gibt es einen objektiven Unternehmenswert?, a.a.O., S. 1842.

⁴⁴ Vgl. Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche..., a.a.O., S. 2171.

⁴⁵ Vgl. Graf von der Groeben, F.: Management Buyout, ZfgK, 41. Jg. (1988), S. 268.

mit dem Verlust von Arbeitsplätzen verbunden sind.⁴⁶ Dies könnte aber daran liegen, daß viele Unternehmen Konkurs angemeldet hätten, wäre es nicht zum MBO gekommen, was insbesondere dann der Fall ist, wenn sonst das Nachfolgeproblem nicht gelöst worden wäre.

4.2.1.2 Belegschaft

Bei Belegschaftsübernahmen gibt es einen größeren Käuferkreis als bei einem MBO, der auf einige wenige Manager des Unternehmens beschränkt ist. Bei einer Belegschaftsübernahme übernimmt eine Mehrheit der Belegschaft eine Mehrheit der Anteile des Unternehmens.⁴⁷

Bei Belegschaftsübernahmen handelte es sich früher eher um eine Kuriosität, die stark von Kritikern des „Kapitalismus“ gefördert worden ist.⁴⁸ Heute werden sie häufiger bei in Schwierigkeiten geratenen Firmen angewandt. Sie werden von der öffentlichen Hand dann gefördert, wenn die Kosten des Bankrotts aus Sicht der Politik höher sind als ein Weiterbetrieb durch die Belegschaft mit staatlicher Unterstützung.⁴⁹ Die Belegschaft wird zum Unternehmer „not by choice, but by necessity“.⁵⁰

Bekannte Beispiele aus den USA waren die zeitweise sich im Eigentum der Belegschaft befindliche Fluggesellschaft United Airlines und die Autovermietung Avis.⁵¹ Neben diesen spektakulären Fällen im Bereich der Großunternehmen gibt es auch im Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen eine ganze Reihe von Unternehmen in Belegschaftshand. Zu nennen sind vor allem Wirtschaftsprüfer-, Rechtsanwalts- und Arztpraxen. Bei Wirtschaftsprüfungsunternehmen müssen die

⁴⁶ Vgl. Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Analyse der für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes notwendigen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von MBOs, ZfbF, 42. Jg. (1990), S. 834f. Zu einem anderen Ergebnis kommt *Kaplan* für MBOs von ehemals an der New York Stock Exchange notierten Unternehmen zwischen 1980 und 1985. Vgl. Kaplan, S.: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics, 24. Jg. (1989), S. 240ff.

⁴⁷ Ähnlich Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout in a Bargaining Game with Asymmetric Information, AER, Vol 86 (1996), S. 502.

⁴⁸ Vgl. Bradley, K./Gelb, A.: Employee Buyouts of troubled companies, HBR, Vol. 63 (1985), Sept.-Oct., S. 121.

⁴⁹ Vgl. ebenda, S. 124.

⁵⁰ Paton, R.: Reluctant Entrepreneurs: The Extent, Achievements, and Significance of Worker Takeovers in Europe, Milton Keynes u.a. 1989, S. 1.

⁵¹ Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 502.

Anteile mehrheitlich bei Wirtschaftsprüfern, meist aktiven oder ehemaligen Mitarbeitern, liegen.⁵²

Gründe für Übernahmen durch die Belegschaft sind - neben berufsrechtlichen Gründen - vor allem finanzielle Schwierigkeiten der betroffenen Unternehmen.⁵³ Dazu kommen aber auch Nachfolgeprobleme in den Unternehmen. Will sich der Unternehmer zur Ruhe setzen und ist kein Familiennachfolger vorhanden und die eigenen Manager sind nicht bereit, das Übernahmerisiko alleine zu tragen, bietet sich das Instrument der Belegschaftsübernahme zur Lösung des Problems an.⁵⁴

Das Instrument der Belegschaftsübernahme bringt spezifische Probleme mit sich. Die große Gruppe der Belegschaft muß sich erst einig werden zu handeln und die Übernahme zu starten. Aus diesem Grund kommen nur wenige Belegschaftsübernahmen zustande. Hinzu kommt, daß die Möglichkeit der Belegschaftsübernahme bei den beteiligten Parteien nur selten bekannt ist.⁵⁵ Von Seiten der Gewerkschaften wird oft Skepsis gegen eine Belegschaftsübernahme geäußert, da sie eine „Selbstausbeutung“ befürchten, d.h. die Arbeitnehmer und Eigentümer sind bereit, zu äußerst geringen Löhnen zu arbeiten, um das Unternehmen wieder konkurrenzfähig zu machen. Diese geringen Löhne werden von den Gewerkschaften als zu niedrig angesehen.⁵⁶ Dem steht auf der anderen Seite die Befürchtung gegenüber, daß es für das Management schwierig ist, unpopuläre Maßnahmen, wie beispielsweise Entlassungen, durchzusetzen, wenn die Eigentümer gleichzeitig die Arbeitnehmer sind. Es bleibt festzuhalten, daß eine Belegschaftsübernahme zwar eine Möglichkeit zur Lösung des Nachfolgeproblems in kleinen und mittleren Unternehmen ist, die Unternehmensführung durch die neue Konstellation allerdings schwieriger wird.

Bei der Unternehmensbewertung gelten die gleichen Besonderheiten, wie sie bereits bei einer Übernahme durch das ehemals angestellte Management genannt worden sind: die Belegschaft weiß über ihr Unternehmen sehr gut Bescheid, so daß die

⁵² Vgl. Lück, W.: Wirtschaftsprüfung und Treuhandwesen, 2. Auflage, Stuttgart 1991, S. 94f.

⁵³ Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 502.

⁵⁴ Vgl. ebenda, S. 502; Paton, R.: Reluctant Entrepreneurs..., a.a.O., S. 27.

⁵⁵ Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 514.

⁵⁶ Vgl. Paton, R.: Reluctant Entrepreneurs..., a.a.O., S. 111.

Datenbeschaffung leichter wird. Auch werden Belegschaftsübernahmen zum größten Teil mit Fremdkapital finanziert, was wiederum zu den selben Risikoüberlegungen wie beim MBO führt.

4.2.1.3 Großunternehmen

Häufig sind Großunternehmen am Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen interessiert. Oft handelt es sich dabei um Unternehmen, die bereits Kontakt zu dem Übernahmeobjekt, beispielsweise als Lieferant oder Abnehmer, hatten.⁵⁷ Grundsätzlich will ein Großunternehmen ein anderes Unternehmen übernehmen, das positives zur zukünftigen Entwicklung des dann zusammengeschlossenen Unternehmens beiträgt.⁵⁸

Konkrete Beiträge, die sich ein Großunternehmen von einem kleinen und mittleren Unternehmen erwartet, können sein:⁵⁹

- Steigerung der Marktanteile bzw. Erschließung neuer Märkte,
- Kauf von know-how bzw. immateriellen Vermögensgegenständen (z.B. Patente, Marken),
- Übernahme eines qualifizierten Mitarbeiterstammes oder
- Aufkauf eines Konkurrenten, um die eigene Marktposition zu verbessern.

Das größte Problem bei der Integration von kleinen und mittleren Unternehmen in ein Großunternehmen sind die verschiedenen Unternehmenskulturen.⁶⁰ Eine Veränderung hin zur Unternehmenskultur des übernehmenden Großunternehmens kann zu erheblichen Anpassungsproblemen führen. Geld und Managementzeit wird in starkem Maße gebunden.⁶¹ Ein personenbezogenes kleineres Unternehmen ist sehr stark geprägt durch und ausgerichtet auf den Unternehmer, der die Organisationskultur als Kulturstifter prägt.⁶² Mit dem Ausscheiden des Unternehmers

⁵⁷ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 21.

⁵⁸ Vgl. Weber, B.: Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, BFuP, 43. Jg. (1991), S. 227.

⁵⁹ Einen Überblick über Zusammenschlußtheorien geben Albrecht, S.: Erfolgreiche Zusammenschlußstrategien, Wiesbaden 1994, S. 5ff. und Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.: Mergers..., a.a.O., S. 190ff.

⁶⁰ Vgl. Helbling, C.: Bewertung von KMU..., a.a.O., S. 936. Der Begriff Unternehmenskultur wird erläutert bei Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 465ff.; Handy, C.: Understanding Organizations, 4th Edition, London u.a. 1993, S. 180ff.; Boddy, D./Paton, R.: Management – An Introduction, London u.a. 1998, S. 481ff.

⁶¹ Vgl. Müller-Stewens, G.: Organisationspsychologische Aspekte bei der Integration von Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, W./Coenenberg, A. G.: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1992, S. 338; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert..., a.a.O., S. 450.

⁶² Vgl. Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 480f.

geht damit auch ein entscheidender Faktor der Unternehmenskultur verloren, der das Unternehmen stark beeinflußt hat und - bei einem bisher erfolgreichen Unternehmen - ein Erfolgsfaktor gewesen ist. Eine Einordnung in die Konzernstrukturen, mit ihrem eigenen Berichtswesen, kann dazu führen, daß die Erfolgsfaktoren der Vergangenheit verloren gehen.⁶³

Dies zeigt sich auch in personalwirtschaftlichen Problemen. Nach einer Umfrage des Mittelstandsinstituts Niedersachsen wollen drei Viertel aller Mitarbeiter von kleinen und mittleren Unternehmen nicht in Großunternehmen arbeiten.⁶⁴ Der Verlust der spezifischen Unternehmenskultur in kleinen und mittleren Unternehmen und die Einbindung in die starrere Konzernstruktur können zu erheblichen Problemen bei der Integration von kleinen und mittleren Unternehmen in Großunternehmen führen. Dies verstärkt die Probleme noch, die die Auswechslung des Eigentümer-Unternehmers sowieso mit sich bringt.

Ein besonderes Problem stellt die Angleichung der Löhne und Sozialleistungen nach einer Akquisition eines kleineren Unternehmens durch ein Großunternehmen dar. Empirische Untersuchungen⁶⁵ zeigen einen Zusammenhang zwischen Lohnhöhe und Unternehmensgröße: Je größer das Unternehmen, desto höher der Lohn. Dies wird insbesondere durch höhere freiwillige Sozialleistungen bzw. Bezahlung über Tarif in Großunternehmen erreicht.⁶⁶ Die Mitarbeiter des übernommenen Unternehmens werden den Anspruch geltend machen, auch in den Genuß dieser Leistungen zu kommen. Die daraus resultierenden erhöhten zukünftigen Personalkosten müssen bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.

Hinzu kommt, daß die Informationsbasis, auf der eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden kann, bei kleinen und mittleren Unternehmen deutlich geringer ist als bei börsennotierten Unternehmen, die umfangreiche Veröffentlichungspflichten haben.⁶⁷ In einigen Fällen steht nur eine Steuerbilanz als Basis zur Verfügung.

⁶³ Vgl. Krystek, U.: Unternehmenskultur und Akquisition, ZfB, 62. Jg. (1992), S. 545; Bühner, R.: Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990, S. 130.

⁶⁴ Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 124.

⁶⁵ Eine Übersicht für Deutschland findet sich bei: Weimer, S.: Federal Republic of Germany, in: Sengenberger, W./Loveman, G./Piore, M. J. (Ed.): The re-emergence of small enterprises: Industrial restructuring in industrialised countries, Genf 1991, S. 107. Das gleiche Ergebnis für die USA wird dargestellt in: Storey, D. J.: Understanding..., a.a.O., S. 179.

⁶⁶ Vgl. Mugler, J.: Die Qualität der Arbeit in Klein- und Mittelbetrieben, IGA, 45. Jg. (1997), S. 226f.

⁶⁷ Vgl. Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen..., a.a.O., S. 14.

Aufgrund des geringeren Gewichts, die Akquisitionen von kleinen und mittleren Unternehmen auf die Geschäftstätigkeit des Großunternehmens haben, könnte man vermuten, daß ihnen weniger Aufmerksamkeit geschenkt wird und die Unternehmensbewertung weniger sorgfältig durchgeführt wird. Wenn dies so wäre, würde dieser Effekt aber dadurch aufgewogen, daß nach der Akquisition das Stammgeschäft nicht in dem Maße vernachlässigt werden muß, wie das häufig bei Akquisitionen von gleich großen Unternehmen der Fall ist.⁶⁸

Studien über Kapitalmarktreaktionen auf die Übernahme von kleineren Unternehmen durch börsennotierte Unternehmen in Deutschland haben ergeben, daß diese besser beurteilt werden als große Zusammenschlüsse.⁶⁹ Dies könnte auch daran liegen, daß Übernahmen von Kleinunternehmen auf dem Kapitalmarkt nicht die Aufmerksamkeit erfahren wie große Fusionen, die in der breiten Öffentlichkeit diskutiert werden.

Für den Verkäufer eines kleinen und mittleren Unternehmens ist das Kaufinteresse eines großen Unternehmens positiv zu bewerten. Da Großunternehmen einen guten Zugang zum Kapitalmarkt haben, wird die Zahlung des Kaufpreises sicherer. Ein Entgegenkommen beim Preis aus Gründen der Kapitalknappheit des Käufers wird i.d.R. nicht notwendig sein. Diesen Vorteilen steht aber gegenüber, daß Großunternehmen über wesentlich mehr Bewertungs- und Verhandlungspraxis verfügen. I.d.R. wird es für den Unternehmer nur einmal zu einem Verkauf seines Unternehmens kommen, während das Großunternehmen Übernahmen von anderen Unternehmen regelmäßig durchführt und über entsprechend geschultes Personal verfügt, das Unternehmensbewertungen und Verhandlungen durchführt. Diese Vorteile können von dem Großunternehmen in der Verhandlung zu seinem Vorteil ausgenutzt werden.

⁶⁸ Vgl. Bühner, R.: Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen..., a.a.O., S. 131.

⁶⁹ Vgl. hierzu und dem folgenden ebenda.

4.2.1.4 Kleine und mittlere Unternehmen

Weitere potentielle Interessenten am Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen sind andere kleine und mittlere Unternehmen. Die Motive werden dabei ganz ähnlich geartet sein, wie bei der Übernahme durch Großunternehmen: Erschließung neuer Märkte, Aufbau neuer Vertriebswege, Zukauf von Innovationen oder eines qualifizierten Mitarbeiterstammes. Durch die verstärkte Internationalisierung auf vielen mittelständisch geprägten Märkten können Übernahmen von Wettbewerbern zudem notwendig werden, um die eigene Marktposition zu behaupten.⁷⁰ Ein weiteres Motiv kann die Ausnutzung von Economies of Scale sein. Mit der Übernahme eines anderen mittelständischen Unternehmens können kleine und mittlere Unternehmen in eine Größenklasse hereinvachsen, bei der eine Ausnutzung von Skaleneffekten⁷¹, durch größere Produktions- bzw. Absatzmengen, möglich wäre.

Einher mit diesen Vorteilen gehen aber auch Nachteile. Mit dem Hereinvachsen in eine neue Größenklasse muß auch ein Wandel der Unternehmenskultur stattfinden. So kann die bisherige Eigentümerdominanz bei einem größeren Unternehmen nicht in demselben Maße fortbestehen. Anstelle der alleinigen Kontrolle des Eigentümer-Unternehmers muß die Delegation von Teilbereichen der Verantwortung treten. Dieser Prozeß kann zu erheblichen Verwerfungen und Schwierigkeiten führen.

Ein weiteres Problem bei der Übernahme eines kleinen und mittleren Unternehmens durch ein anderes kleineres Unternehmen ist die Aufmerksamkeit, die dieser Übernahme und der Integration des gekauften Unternehmens in das Gesamtunternehmen geschenkt werden muß. Dies kann dazu führen, daß die Unternehmensleitung das eigentliche Kerngeschäft vernachlässigt. Kommt dieses in Schwierigkeiten ist es vorprogrammiert, daß das neue Gesamtunternehmen insgesamt in Schwierigkeiten kommt. Rentabilitäts- und Liquiditätsplan einer solchen Übernahme, die ähnlich wie bei Management- und Belegschaftsübernahmen aufgrund des beschränkten Zugangs zum Kapitalmarkt zu einem großen Teil durch Fremdkapital finanziert wird, bauen i.d.R. auf einem weiterhin erfolgreich geführten Kerngeschäft auf.

⁷⁰ Vgl. Liedtke, D.: Eigenmittel schaffen Luft für Wachstum, in: Handelsblatt Nr. 81 vom 28. April 1998, S. 26.

⁷¹ Eine Zusammenfassung von möglichen Skaleneffekten, die nach einer Akquisition entstehen können, findet sich bei Lubatkin, M.: Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, Academy of Management Review, Vol. 8 (1983), S. 218ff.

Diese mögliche Entwicklung bei einer Übernahme muß in einer Unternehmensbewertung berücksichtigt werden. Die Gefahr, daß Synergieeffekte überschätzt werden, ist hoch. Die zukünftigen Ertragsschätzungen müssen daher mit besonderer Vorsicht vorgenommen werden. Die zukünftigen Erträge können in erheblicher Weise durch den Aufstieg in eine neue Unternehmensgrößenklasse und die damit verbundenen Probleme gestört werden.

4.2.1.5 Existenzgründer

Ein potentieller Unternehmensgründer steht vor der Entscheidung, ein Unternehmen selbst zu gründen und aufzubauen oder ein bereits bestehendes Unternehmen, das einen Nachfolger sucht, zu übernehmen. Auch die Übernahme eines bereits bestehenden Unternehmens stellt für den neuen Unternehmer eine Gründung dar. In diesem Fall spricht man daher auch von einer derivativen Gründung.⁷²

Eine Übernahme kann eine Reihe von Vorteilen gegenüber einer Neugründung haben: Sie erfordert nur eine große Transaktion, die Übernahme, im Gegensatz zu einer Neugründung, die mehrere Transaktionen - Aufsetzen eines Gesellschaftsvertrages, Handelsregistereintrag etc. - erfordert. Dadurch kann bei einer derivativen Gründung schneller die Konzentration auf die eigentliche Geschäftstätigkeit erfolgen.⁷³ Dies ist allerdings dann nicht der Fall, wenn es größere Änderungen im rechtlichen Rahmen des Unternehmens gibt, die ähnliche Aktivitäten erfordern, wie sie bei einer Neugründung notwendig sind.

Das bestehende Unternehmen hat bereits einen Kundenstamm, so daß bereits sofort nach der derivativen Gründung Erträge fließen, die dem Existenzgründer zur Verfügung stehen.⁷⁴

Wichtig ist, daß Erfahrungen aus den vergangenen Geschäftsjahren vorliegen, die Hinweise darüber geben können, ob das Unternehmen auch in Zukunft erfolgreich sein wird oder nicht.⁷⁵ Übernimmt man ein bisher erfolgreiches Unternehmen, hat dies eine Reihe von Vorteilen: Es wird ein fester Kundenstamm übernommen, der Betrieb hat ein eingespieltes und qualifiziertes Personal und eine angemessene

⁷² Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 151; Eine Typologie von Unternehmensgründungen findet sich bei Szyperski, N./Nathusius, K.: Probleme der Unternehmensgründung - Eine betriebswirtschaftliche Analyse unternehmerischer Startbedingungen, Stuttgart 1977, S. 26ff.

⁷³ Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 443.

⁷⁴ Vgl. Stokes, D.: Small Business..., a.a.O., S. 172.

Betriebsausstattung.⁷⁶ Dabei muß aber bei einer Übernahme geprüft werden, ob diese Vorteile auch nach dem Kauf noch weiterbestehen oder ob Kunden die Geschäftsbeziehung abbrechen und Mitarbeiter wegen des neuen Inhabers kündigen. Insgesamt können aber zeitintensive Tätigkeiten, wie die Suche nach Personal oder der Einkauf von Betriebs- und Geschäftsausstattung, bei einer Übernahme eines laufenden Unternehmens reduziert werden.⁷⁷

Ein weiterer Vorteil ist, daß das Unternehmen bereits Kreditwürdigkeit erlangt hat z.B. für Lieferantenkredite, die gerade am Anfang nach einer Übernahme wichtig sein können. Dadurch stehen Mittel zur Überbrückung bei finanziellen Schwierigkeiten zur Verfügung, die nach der finanziell stark ins Gewicht fallenden Übernahme von entscheidender Bedeutung sein können.⁷⁸

Gibt der ausscheidende Unternehmer seine Erfahrungen und Verbindungen an den übernehmenden Unternehmer in einer Übergangszeit weiter, lassen sich die genannten Vorteile besser realisieren. Dies kann auch in Form einer Beiratsmitgliedschaft des ausscheidenden Unternehmers geschehen, durch die er weiterhin an die Geschicke des Unternehmens gebunden wird. So kann der übernehmende Neu-Unternehmer auf das Wissen und die Erfahrungen der ehemaligen Unternehmensleitung zurückgreifen. Daneben hat er den Vorteil, daß auch im Außenverhältnis die Kontinuität gewahrt bleibt und der Name des ehemaligen Eigentümers weiterhin sichtbar für Lieferanten, Kunden und Gläubiger ist.

Diesen potentiellen Vorteilen einer Übernahme stehen auch potentielle Nachteile gegenüber. Mit der Übernahme übernimmt man auch die negativen Hinterlassenschaften seines Vorgängers. Potentielle Kunden des Unternehmers, die von dem ausscheidenden Unternehmer verärgert worden sind, können möglicherweise nicht von dem Nachfolger zurückgewonnen werden.⁷⁹

Berücksichtigt werden muß bei einer Übernahme die Umweltsituation auf dem Betriebsgelände. Altlasten können erhebliche Haftungsrisiken in sich bergen, die die

⁷⁵ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 299.

⁷⁶ Vgl. Goetzke, W.: Bewertung freiberuflicher Praxen, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 531.

⁷⁷ Vgl. Hodgetts, R. M./Kuratko, D. F.: Effective Small Business Management, Fort Worth u.a. 1992, S. 133.

⁷⁸ Vgl. Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business Management, 5th Ed., New Jersey 1996, S. 199.

⁷⁹ Vgl. ebenda, S. 200.

Übernahme durch einen Existenzgründer - aber auch durch jeden anderen potentiellen Käufer - scheitern lassen können.⁸⁰

Des weiteren können Vorräte bzw. Betriebs- und Geschäftsausstattung veraltet sein.⁸¹ Bei einem veralteten Maschinenpark kommen zu der Auszahlung des Kaufpreises noch Auszahlungen für notwendige Neuinvestitionen hinzu, die den Ertragswert mindern.

In einem übernommenen Unternehmen kann es für den neuen Unternehmer schwierig werden, neue Ideen und Wandel durchzusetzen. Das bisherige Personal, das von den neuen Eigentümern mit allen bisher erworbenen Rechten übernommen werden muß⁸², könnte sich zunächst gegen die Ideen des Eigentümers wehren und versuchen, liebgewordene Privilegien und Abläufe zu erhalten. Es wird den neuen Eigentümer einige Zeit kosten, Wandel implementieren zu können. Dies gilt auch unternehmensextern. Der neue Eigentümer-Unternehmer ist auch von den alten Geschäftspraktiken abhängig. Hat die alte Geschäftsleitung beispielsweise bisher einem Kunden ein Zahlungsziel von vier Wochen eingeräumt, ist es schwer, diese Frist zukünftig zu verkürzen.⁸³

Durch die Pflicht, den gesamten Personalbestand, der durch den Verkäufer aufgebaut worden ist, zu übernehmen, kann der Käufer in Schwierigkeiten kommen. Zum einen sind auch Arbeitnehmer zu übernehmen, die nicht leistungsfähig oder leistungswillig sind. Zum anderen neigen Unternehmer dazu, kurz vor der Übergabe, wenn sie selbst nicht mehr so leistungsfähig sind, einen größeren Personalbestand zu haben, den ein neuer Existenzgründer nicht benötigen würde. Dadurch ist die Gefahr groß, daß direkt nach der Übernahme die Personalaufwendungen sehr hoch sind. Für einen Existenzgründer sind diese laufenden Verpflichtungen schwierig zu bewältigen. Bei einer Neugründung treten diese personalwirtschaftlichen Probleme nicht auf. Der Unternehmer kann selbst den Zeitpunkt bestimmen, an dem er feste Mitarbeiter

⁸⁰ Vgl. Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 506f.; Liniger, H. U.: Die Umweltproblematik in der Unternehmensbewertung: Altlasten als rechtliche und finanzielle Herausforderung, Schweizer Treuhänder, 69. Jg. (1995), S. 72ff.

⁸¹ Vgl. Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business..., a.a.O., S. 200; Handwerkskammer Flensburg: Checkliste zur Betriebsübernahme - Bei der Betriebsübergabe Fehler vermeiden, Flensburg 1997, S. 5.

⁸² Vgl. § 613a Abs. 1, Satz 1 BGB: „Geht ein Betrieb oder Betriebsteil durch Rechtsgeschäft auf einen anderen Inhaber über, so tritt dieser in die Rechte und Pflichten aus den im Zeitpunkt des Übergangs bestehenden Arbeitsverhältnissen ein.“ Die aktuelle Rechtsprechung zu dieser Vorschrift faßt Bauer, J.-H.: Outsourcing out?, BB, 49. Jg. (1994), S. 1433ff. zusammen.

⁸³ Vgl. Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business..., a.a.O., S. 201.

beschäftigt und somit sein persönliches Risiko erhöht. Außerdem kann der Unternehmer sich bei einer Neugründung Personal auswählen, das zu ihm paßt und mit dem er persönlich gut zusammen arbeiten kann.

Ein psychologisches Problem kann bei vielen Gründern sein, daß das Unternehmen nicht allein die Arbeit des Gründers ist, sondern es noch einen anderen gibt, der einen großen Anteil am Unternehmenserfolg und an der Unternehmensentwicklung hatte.⁸⁴ Dies kann die Erfüllung der persönlichen Ziele mit dem Unternehmen behindern. Für einen Existenzgründer, der das Ziel hat, „etwas eigenes“ aufzubauen, kann dieser Gedankengang dazu führen, daß er sich eher für die Neugründung eines Betriebes entscheidet.

Betrachtet man die Entscheidungssituation eines potentiellen Existenzgründers, besteht das Entscheidungsfeld grundsätzlich aus drei Elementen:

- (1) Der Neugründung eines Unternehmens nach seinen Wünschen,
- (2) der derivativen Gründung durch Übernahme eines bestehenden Unternehmens
- (3) und der Unterlassensalternative.

Die Neugründung hat die Vorteile einer individuellen Gestaltung des Unternehmens, durch die der Unternehmer seine persönlichen Vorstellungen durchsetzen kann. Der Erwerb eines bestehenden Unternehmens reduziert die Gründungs- bzw. Übernahmeaufwendungen. Außerdem beginnen Erträge aus der Geschäftstätigkeit sofort nach der Übernahme zu fließen, so daß der Existenzgründer seinen laufenden Lebensunterhalt bestreiten kann.

4.2.1.6 Beteiligungsgesellschaften

Als weiterer Kandidat für eine Übernahme eines kleinen und mittleren Unternehmens kommen Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in Frage. Deren Engagement ist allerdings durch das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften Grenzen gesetzt. Beteiligungen dürfen nur in Form von Aktien, die an keiner inländischen Börse gehandelt werden, GmbH-Anteilen, Kommanditbeteiligungen und stillen Beteiligungen an inländischen Gesellschaften erworben werden. Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft darf an keiner Gesellschaft mehr als 50% der

⁸⁴ Vgl. Stokes, D.: Small Business..., a.a.O., S. 172.

Stimmrechte haben. Ziel soll es sein, kleinen und mittleren Unternehmen mittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt zu ermöglichen.⁸⁵

Beteiligungsgesellschaften nehmen i.d.R. nur Kontroll- und Beratungsrechte durch Beirats- bzw. Aufsichtsratsmitgliedschaften wahr. Meist ist dabei die Beteiligung nur auf eine beschränkte Zeit angelegt.⁸⁶ Die Beteiligungsgesellschaft verkauft ihre Anteile an neue Gesellschafter, an das Management (als Hilfestellung bei einem MBO) oder über die Börse.⁸⁷

Von besonderer Bedeutung ist die Beteiligung als stiller Gesellschafter.⁸⁸ Sie hat den Vorteil, daß sie unabhängig von der Rechtsform durchgeführt werden kann. Die Einlage geht in das Vermögen der Gesellschaft über. Im Falle der typischen stillen Gesellschaft ist der stille Gesellschafter nur am Gewinn beteiligt und erhält seine Einlage zum Nominalwert zurück. Im Falle der atypischen stillen Gesellschaft hat der Stille auch Anteil am Vermögenszuwachs. Der stille Gesellschafter hat keine Geschäftsführungsbefugnis, aber Kontrollrechte.⁸⁹ Diese werden i.d.R. durch den Beteiligungsvertrag über das in § 233 HGB geregelte Recht, eine „abschriftliche Mitteilung des Jahresabschlusses zu verlangen und die Richtigkeit unter Einsicht der Papiere und Bücher zu prüfen“, hinaus ausgeweitet. Wichtige unternehmerische Entscheidungen können meist nicht ohne Zustimmung des stillen Gesellschafters vorgenommen werden.⁹⁰ Nur bei der atypischen stillen Gesellschaft ist eine Unternehmensbewertung notwendig. In diesem Fall empfiehlt sich ein ähnliches Vorgehen wie bei dem Abschluß von Abfindungsklauseln (vgl. Kapitel 3.3.2.2 dieser Arbeit). Die beiden Parteien sollten sich vorab auf ein Verfahren zur Bewertung einigen. Hier werden sich die Interessen der beiden Parteien spiegelbildlich gegenüberstehen: Der Eigentümer möchte ein Verfahren ansetzen, das den Wert besonders niedrig feststellt. Der stille Gesellschafter möchte ein Verfahren, das zu einem möglichst hohen Wert führt.

⁸⁵ Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, 4. Auflage, Wiesbaden 1993, S. 98; v. Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept..., a.a.O., S. 56.

⁸⁶ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 114.

⁸⁷ So wurde z.B. der Börsengang des Telekommunikationsunternehmens MobilCom AG, Schleswig, durch die Beteiligungsgesellschaft 3i Deutschland GmbH durchgeführt. Vgl. Langholz, R.: MobilCom sieht kein Ende des Mobilfunk-Booms, Kieler Nachrichten vom 6. Februar 1997.

⁸⁸ So führt die Kapital-Beteiligungsgesellschaft Schleswig-Holstein mbH Beteiligungen nur als stiller Gesellschafter durch. Vgl. Kapital-Beteiligungsgesellschaft Schleswig-Holstein mbH: Unternehmensbroschüre, o.O., o.Jg.

⁸⁹ Vgl. zur stillen Gesellschaft: Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 111; Drukarczyk, J.: Finanzierung, a.a.O., S. 144ff.; Führich, E.: Wirtschaftsprivatrecht, München 1992, S. 374ff.

Ein weiterer potentieller Käufer für kleine und mittlere Unternehmen ist eine Mittelstandsholding. Der Eigentümer verkauft sein Unternehmen zur Gänze oder zu einem Teil an die Mittelstandsholding, die Beteiligungen an mehreren kleinen und mittleren Unternehmen hält. Während die rechtliche Selbständigkeit aufgegeben wird, bleibt die wirtschaftliche Selbständigkeit im operativen Bereich erhalten. Die Holding beschäftigt sich in dieser Konstruktion mit der Allokation von finanziellen Mitteln für größere Investitionen, sie berät die ihr angeschlossenen Unternehmen und stellt Verbindungen zwischen den einzelnen Unternehmen der Holding her (z.B. durch wechselseitige Lieferungen, Nutzung gemeinsamer Ressourcen).⁹¹

Im Falle eines Verkaufs an eine Mittelstandsholding ist eine Unternehmensbewertung notwendig, um den ausgehandelten Kaufpreis mit dem subjektiven Unternehmenswert des Verkäufers bzw. der Mittelstandsholding zu vergleichen. Bei dieser Unternehmensbewertung sind die Synergieeffekte zu berücksichtigen, die durch die Einbettung in die Struktur der Mittelstandsholding realisiert werden können.

4.2.2 Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen

Auf der Anbieterseite des Marktes für kleine und mittlere Unternehmen muß man die verschiedenen möglichen Motive für einen Verkauf betrachten. Der Verkaufsanlaß bestimmt die Zielsetzungen des ausscheidenden Unternehmers und damit auch den Wert. Zur Stärkung seiner Verhandlungsposition ist es aber auch für den potentiellen Käufer wichtig, sich über die Motive für den Verkauf klar zu werden. Hier können auch Signale über die weitere Unternehmensentwicklung versteckt sein, die dem Verkäufer wichtige Informationen über den Wert des Unternehmens geben können. Die möglichen Motive für einen Verkauf seines Unternehmens durch den Unternehmer kann man in betriebliche und persönliche Motive einteilen. Betriebliche Motive sind in dem Unternehmen begründet, persönliche Motive sind dagegen in der

⁹⁰ Vgl. Lwowski, H.-J.: Erscheinungsformen des Quasi-Eigenkapitals..., a.a.O., S. 173.

⁹¹ Vgl. v. Wartenberg, L.: Unternehmenskontinuität im Mittelstand..., a.a.O., S. 244.

Person des Unternehmers begründet. In einigen Fällen ist diese Abgrenzung nicht klar vorzunehmen bzw. besteht ein enger Zusammenhang zwischen betrieblichen und persönlichen Motiven.

4.2.2.1 Betriebliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen

Sowohl positive als auch negative Unternehmensentwicklungen können Anlaß für den Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens sein.

Ein starkes Unternehmenswachstum kann dazu führen, daß die bisherigen Strukturen eines Unternehmens nicht mehr angemessen sind. Der bisherige Eigentümer-Unternehmer kann mit der Rolle, die er im Unternehmen ausfüllt, überfordert sein. Ihm können für die Expansion sowohl die Kapitalreserven zur adäquaten Ausstattung des Unternehmens als auch die Managementkapazitäten für eine den sich wandelnden Erfordernissen angemessene Unternehmensführung fehlen.⁹² Mit dem Wachstum wird das Unternehmen durch einen einzelnen Unternehmer nicht mehr überblickbar, das Unternehmen wächst aus der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen heraus. Der Eigentümer-Unternehmer muß Entscheidungen und Verantwortungsbereiche delegieren und für das Unternehmen eine solide Finanzbasis schaffen.⁹³ Diese durch das Unternehmenswachstum entstehenden Probleme können durch Eingliederung in einen Konzernverbund gelöst werden. Dadurch werden sowohl die Managementkapazität vergrößert, als auch die finanzielle Basis gestärkt. In eine ähnliche Richtung geht der Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens aus strategischen Gründen. Strategische Ziele des Unternehmens können ohne den Verkauf an einen Partner nicht durchführbar sein. Dies kann beispielsweise die Markteinführung von neuen Produkten oder die Erschließung neuer (ausländischer bzw. überregionaler) Märkte betreffen.⁹⁴ Ein Verkauf kann durch diese Ereignisse erforderlich werden. Ein neuer Partner kann die notwendige Managementkompetenz bzw. die notwendige Finanzkraft zur Realisierung der strategischen Ziele haben.

⁹² Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 454.

⁹³ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 153.

⁹⁴ Vgl. Gösche, A.: Mergers & Acquisitions im Mittelstand..., a.a.O., S. 17.

Die beiden oben genannten potentiellen Motive können auch durch den Verkauf eines geringeren Anteils als der Mehrheit realisiert werden. Außerdem ist es wahrscheinlich, daß in diesen Fällen der Unternehmer im Unternehmen verbleibt und weiterhin die Unternehmensleitung inne hat.

Neben diesen positiven betrieblichen Entwicklungen sind auch negative Entwicklungen als Motiv für den Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens denkbar. Ein weiteres Überleben des Unternehmens kann nur möglich sein, wenn es einen Partner findet, der sowohl die Managementkapazität als auch die Finanzkraft hat, die notwendig ist, um eine Sanierung vorzunehmen.⁹⁵ Wettbewerbsdruck durch neue Anbieter, finanzielle Krisen oder schlechte Konjunkturlagen können zu einem solchen Schritt zwingen. Liegt ein solches Motiv vor, ist es bei der Beurteilung der zukünftigen Unternehmensentwicklung zu berücksichtigen. Diese Situation kann für den Unternehmensbewerter schwierig aufzudecken sein. Der Verkäufer hat das Interesse, einen besonders hohen Unternehmenswert realisieren zu können und wird daher versuchen, negative zukünftige Entwicklungen zu verschleiern. Aus diesem Grund wird der Verkäufer versuchen, sein Unternehmen zu verkaufen, bevor sich die absehbaren negativen Entwicklungen einstellen. Der potentielle Verkäufer wird in den Verhandlungen um den Kaufpreis versuchen, die negative Zukunftsentwicklung zu verschleiern bzw. sie weniger drastisch darzustellen. Der Unternehmensbewerter des potentiellen Käufers hat daher die Schwierigkeit, die Risiken der zukünftigen Unternehmensentwicklung aufzudecken. Hat er sie allerdings aufgedeckt, wird auch die Käuferseite ihren Argumentationswert taktisch ausrichten. Hier werden die zukünftigen Risiken dann drastischer dargestellt als sie von der Käuferseite tatsächlich eingeschätzt werden. Das besondere Problem des potentiellen Käufers liegt darin, daß er nicht über die gleichen Informationen wie der Verkäufer verfügt. Während für den potentiellen Verkäufer die realistische Ermittlung eines Grenzpreises einfacher ist, da ihm mehr potentielle Risiken bekannt sind, ist es für den potentiellen Käufer schwieriger, diese Risiken, die dem Unternehmen inne wohnen, aufzudecken.

⁹⁵ Vgl. Angermann, T.: Unternehmensnachfolge, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1992, S. 417.

4.2.2.2 Persönliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen

Persönliche Gründe für den Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens sind in der Person des Verkäufers begründet. Ein solcher Grund kann der Wunsch nach Rückzug aus dem Unternehmen und größeren Freizeitaktivitäten sein. In diesem Fall haben die potentiellen Verkäufer meist bereits ein sehr distanziertes Verhältnis zu ihrem Unternehmen. In der letzten Phase, in der sie ihr Unternehmen noch leiten, haben sie oft schon mehr Interesse an den Freizeitaktivitäten oder dem gesellschaftlichen Engagement und vernachlässigen die Unternehmensleitung entsprechend. Dies kann zu negativen Folgen für den zukünftigen Unternehmenserfolg führen, die dann zu einem geringeren Unternehmenswert führen.

Ein ähnliches Motiv ist der Reiz, etwas neues zu beginnen. Ist ein dynamischer Unternehmer mit einem Unternehmen erfolgreich gewesen, kann er eine neue Herausforderung suchen und sich in einer neuen Branche mit einem neuen Unternehmen versuchen. Aus diesem Grund kann er sein bisher erfolgreich geführtes Unternehmen verkaufen, um Zeit und Kapital für die neue Aufgabe zu haben.⁹⁶

Ein anderes Motiv ist das mehr oder weniger zwangsweise Ausscheiden des amtierenden Unternehmers aus dem Unternehmen aus Altersgründen.⁹⁷ Auslöser ist der Wunsch, daß die Lebensdauer des Unternehmens nicht mit der eigenen Lebensdauer übereinstimmen soll.⁹⁸ Wenn ein älterer Unternehmer aus seinem Unternehmen ausscheiden möchte und kein geeigneter natürlicher Erbe vorhanden ist, muß er sein Unternehmen früher oder später verkaufen. Er steht dabei vor der Entscheidungssituation „Unternehmen selbst weiterführen“, „Unternehmen verkaufen“ oder „Unternehmen schließen“. Diese Entscheidungssituation bleibt bestehen, solange der Unternehmer noch in der Lage ist, das Unternehmen selbst zu führen. Für eine gewisse Zeit handelt es sich mithin um eine nicht dominierte Situation, der Unternehmer kann frei entscheiden, ob er den Verkauf vornehmen will

⁹⁶ Vgl. ebenda.

⁹⁷ Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M. /Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 454.

⁹⁸ Vgl. Bieler, S.: Die Unternehmensnachfolge als finanzwirtschaftliches Problem, Wiesbaden 1996, S. 12.

oder nicht. Da eine Lösung des Nachfolgeproblems aber unumgänglich ist, wird daraus spätestens mit dem Tod des Unternehmers eine dominierte Situation, wo ein Verkauf unumgänglich ist. Ist dieser Punkt erreicht, ändert sich die Entscheidungssituation für die Erben, es handelt sich dann um einen Notverkauf, bei dem die Unternehmensbewertung aus Verkäufersicht eine geringere Rolle spielt. Da keine Alternative zum Verkauf vorhanden ist (eigene Fortführung des Unternehmens), muß sich der Verkäufer mit dem höchsten realisierbaren Kaufpreis zufrieden geben, unabhängig davon, ob er durch eine Unternehmensbewertung als ausreichend angesehen wird oder nicht.

Eine wichtige Rolle spielt der Verkauf des Unternehmens bei der Alterssicherung der Unternehmer. Neben die Absicherung bei privaten Rentenversicherungen tritt die Kapitalisierung der zukünftigen Unternehmenserträge, aus denen dann der Lebensunterhalt im Alter bestritten werden kann.⁹⁹ In diesem Fall müssen durch den Unternehmenspreis so viele Mittel zur Verfügung gestellt werden, daß sie ausreichend sind, um den Lebensunterhalt zu sichern. Dies würde für einen möglichst hohen angestrebten Verkaufspreis sprechen. Ein dem entgegen laufendes Argument ist der Wunsch nach Sicherung des Lebenswerkes. Bei Unternehmern, bei denen dies ein zentrales Anliegen ist, kann die Sympathie für einen potentiellen Erwerber beim Verkauf eine große Rolle spielen, für die auch Abschläge vom Kaufpreis akzeptiert werden. Ein weiteres Anliegen kann die selbständige Weiterführung des Unternehmens sein. Dann wird ein Abschlag vom Preis in Kauf genommen, obwohl ein Großunternehmen bereit wäre mehr zu zahlen.¹⁰⁰

Das Nachfolgeproblem ist als Verkaufsmotiv bei kleinen und mittleren Unternehmen von überragender Bedeutung. Nach Schätzungen der Kommission der Europäischen Gemeinschaften steht von 1997 bis 2000 bei einem Drittel der kleinen und mittleren Unternehmen innerhalb der Staaten der Europäischen Union der Wechsel von einer Generation zur nächsten an.¹⁰¹ Auch andere Untersuchungen zeigen die starke Bedeutung des Generationenwechsels von der Nachkriegsgeneration auf ihre

⁹⁹ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 49.

¹⁰⁰ Vgl. Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Analyse der für die Entwicklung..., a.a.O., S. 836.

¹⁰¹ Vgl. o.V.: Unternehmensübertragung: Veranstaltung eines Forums über bestgeeignete Praktiken, Euro-Info, o. Jg. (1996), November, S. 3.

Nachfolger.¹⁰² Eine zahlenmäßig große Bedeutung haben auch die Notübertragungen, die für das Unternehmen und die Unternehmerfamilie sehr problematisch sind. Bei plötzlichem Ausscheiden des Unternehmers durch Krankheit, Unfall oder Tod ist das Unternehmen unvorbereitet. Ist eine Nachfolgeplanung vorhanden, wird der veranschlagte Ablauf gestört. Ist keine Nachfolgeplanung vorhanden, kann das Unternehmen in eine existenzielle Krise geraten.¹⁰³

Kleine und mittlere Unternehmen geraten im Erbfall auch dann häufig in Schwierigkeiten, wenn enterbte Angehörige ihren Pflichtteil beanspruchen bzw. wenn von Erben, die sich aus dem Unternehmen zurückziehen, Abfindungsansprüche geltend gemacht werden.¹⁰⁴ Oft scheidet die Möglichkeit, alle Erben zu Gesellschaftern zu machen, aus, da sonst die Kapitalanteile stark zersplittert würden.¹⁰⁵ Eine Möglichkeit zur Lösung dieses Problems ist die vorweggenommene Erbfolge, bei der zu Lebzeiten das Unternehmen an die Erben übergeht und damit die Wertsteigerung bis zum Tode des Unternehmers nicht der Steuer bzw. den Abfindungs- und Pflichtteilansprüchen unterliegt.¹⁰⁶ Eine weitere Möglichkeit ist die Betriebsaufspaltung, bei der das Unternehmen in eine Besitz- und eine Betriebsgesellschaft gespalten wird. Sie ermöglicht die schrittweise Übertragung des Unternehmens auf die nachfolgende Generation. Außerdem empfiehlt es sich, finanzielle Vorkehrungen in Form von Rücklagen für eine Nachfolgeregelung zu treffen. Alle diese Maßnahmen erfordern jedoch, daß der Unternehmer sich frühzeitig mit dem Problem der Nachfolgeregelung befaßt und diese nicht verdrängt.

Die Nachfolgeplanung ist folglich von besonderer Wichtigkeit bei kleinen und mittleren Unternehmen. Wird sie unterlassen, wird ein eigentümerorientiertes

¹⁰² Vgl. z.B. Schröder, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens zur Erschließung von Nachfolgerpotential - Eine empirische Studie zum Generationswechsel im Mittelstand, ifm-Materialien Nr. 112, Bonn 1995, S. 1; Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität - Chancen, Risiken, Maßnahmen, Gütersloh 1989; Lezius, M.: Die Nachfolger..., a.a.O., S. 926; TREBAG: Was kommt, wenn der Alte geht? Generationswechsel in mittelständischen Unternehmen, o.O. 1995; Ummen, R.: Immer mehr Unternehmen stehen zum Verkauf - Schwieriger Generationswechsel im Mittelstand, Die Welt vom 26. Oktober 1996, S. 14; Tartler, J.: Eine Firma loszulassen ist schwerer als die Gründung, Handelsblatt vom 7. April 1997, S. 21.

¹⁰³ Vgl. Schröder, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 16.

¹⁰⁴ Vgl. Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität, a.a.O., S. 202f.

¹⁰⁵ Vgl. Michalski, L.: Gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten zur Perpetuierung von Unternehmen, Münster 1979, S. 19ff.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu und dem folgenden: Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität, a.a.O., S. 203f.

Unternehmen mit großer Wahrscheinlichkeit untergehen.¹⁰⁷ Dies ist bei vielen kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland der Fall. Für viele Unternehmer ist es schwierig, sich aus ihrem Unternehmen zurückzuziehen und dem Nachfolger Platz zu machen.¹⁰⁸ Um diese Situation zu verbessern, schlägt die Kommission der Europäischen Gemeinschaften vor, Veräußerungsgewinne beim Verkauf von Unternehmen durch ältere Unternehmer (ab dem 55. Lebensjahr) steuerlich zu begünstigen. Damit könnte ein Anreiz geschaffen werden, sich früher der Nachfolgeplanung zuzuwenden.¹⁰⁹

Bei der Nachfolge können insbesondere drei Probleme auftreten, die die zukünftige Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen können:¹¹⁰

- 1.) Auswahlrisiko: Es kann ein ungeeigneter Nachfolger ausgewählt worden sein, der nicht in der Lage ist, die übernommene Aufgabe adäquat zu erfüllen.
- 2.) Ausfallrisiko: Der Senior- bzw. Juniorunternehmer fällt unerwartet vor dem für die Nachfolge vereinbarten Zeitpunkt aus.
- 3.) Konfliktrisiko: Vor der Nachfolge kommt es zwischen dem Senior und dem Junior zu internen Konflikten, die das Unternehmen negativ beeinflussen. Wird die Nachfolge ohne Übergangszeit durchgeführt, kann das Konfliktrisiko schlagend werden, wenn z.B. keine Einarbeitung durch den Senior stattfindet oder Kunden nicht von der Nachfolge in Kenntnis gesetzt werden.

Das Auswahlrisiko ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn die Entscheidung, einen Familienangehörigen oder einen bisher angestellten Mitarbeiter zum Nachfolger zu bestimmen, mehr emotional als rational getroffen wird.¹¹¹ Von großer Wichtigkeit sind auch psychologische Konflikte, die bei einer Nachfolgeregelung unter Verwandten, aber auch bei den übernehmenden Erben untereinander entstehen können.¹¹² All dies kann die zukünftige Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen und muß in einer Prognose der zukünftigen Unternehmenserfolge berücksichtigt werden.

¹⁰⁷ Vgl. Wohlgemuth, A. C.: Die Nachfolgerergelung in der Familienunternehmung, Die Unternehmung, 47. Jg. (1993), S. 109.

¹⁰⁸ Vgl. Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 36.

¹⁰⁹ Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Empfehlung der Kommission vom 7. Dezember 1994 zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, a.a.O., S. 17.

¹¹⁰ Vgl. Bieler, S.: Die Unternehmensnachfolge..., a.a.O., S. 37f.

¹¹¹ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 44.

¹¹² Vgl. ebenda, S. 305; Eschbach, H.: Ein Generationskonflikt ist keine Familienschande, Handelsblatt vom 9./10. Mai 1997, Sonderteil Karriere, S. K1.

4.2.3 Einschränkungen der Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen

Die Entscheidungsfelder von Käufer und Verkäufer von kleinen und mittleren Unternehmen werden durch formelle und materielle Anforderungen an den Unternehmensinhaber beschränkt. Die Nachfrage nach Unternehmen wird durch den geringeren potentiellen Käuferkreis niedriger und die realisierbaren Preise tendenziell niedriger.

Wichtigste Beschränkung für Käufer kleiner und mittlerer Unternehmen sind geringe Eigenmittel. Nur mit ausreichenden Eigenmitteln können Kredite bei Banken in Anspruch genommen werden. Dies schränkt insbesondere die Kaufmöglichkeiten von Management, Belegschaft und Existenzgründern stark ein. Abhilfe schaffen die staatlich geförderten Programme für Existenzgründer.¹¹³

Weiterhin sind formelle Beschränkungen der Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen von großer Bedeutung. Dies sind insbesondere die berufsqualifikatorischen Anforderungen, die an Inhaber gestellt werden.¹¹⁴ Dadurch wird der potentielle Käuferkreis bei einem Verkauf geringer und der Preis, der am Markt realisierbar ist tendenziell niedriger. Betroffen sind v.a. die freien Berufe (Praxen von Rechtsanwälten, Ärzten, Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern, Apothekern etc.) und das Handwerk. Es gibt in Deutschland 591.000 Selbständige in den freien Berufen (1997)¹¹⁵ und 482.737 Handwerksunternehmen (1995).¹¹⁶ Die Zahl der Unternehmen, die von formellen Beschränkungen betroffen sind, ist mithin sehr groß. In den verschiedenen Handwerksberufen ist der große Befähigungsnachweis (Meisterprüfung) Voraussetzung für die Unternehmensführung¹¹⁷, so daß nur an Personen verkauft werden kann, die den relevanten großen Befähigungsnachweis haben. Bei plötzlichem Ausscheiden des Handwerksmeisters sind die Erben dann in einer schwierigen Situation, wenn unter

¹¹³ Vgl. z.B. Industrie und Handelskammer zu Flensburg: Finanzierungshilfen für gewerbliche Existenzgründungsvorhaben, Flensburg 1997; Bundesministerium für Wirtschaft: Starthilfe - Der erfolgreiche Weg in die Selbständigkeit, 10. Auflage, Bonn 1997, S. 51ff.; Investitionsbank Schleswig-Holstein: Selbständig werden – Informationen für Existenzgründerinnen und Existenzgründer in Schleswig-Holstein, Kiel 1997; Deutsche Ausgleichsbank: Finanzierungsbausteine für Unternehmen mit Zukunft, Bonn 1997.

¹¹⁴ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 50f.

¹¹⁵ Vgl. o.V.: Unternehmensgrößenstatistik 1997/98, a.a.O., S. 179.

¹¹⁶ Vgl. Statistisches Bundesamt: Handwerkszählung vom 31. März 1995, Wiesbaden 1996.

ihnen keiner den entsprechenden Meisterbrief hat. Da sie selbst das Unternehmen nicht weiterführen können, bleibt nur ein Verkauf, bei dem sie sich dann in einer ungünstigen Verhandlungsposition befinden.

4.2.4 Erweiterungen der Handlungsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen

Unternehmensbeendigung (Liquidation) und Unternehmensnachbau (Reproduktion) stellen zusätzliche Handlungsmöglichkeiten auf Verkäufer- bzw. Käuferseite bei kleinen und mittleren Unternehmen dar.

Die Abwicklung oder Liquidation eines Unternehmens führt zu seiner Auflösung. Es werden alle Vermögenswerte veräußert, die Schulden getilgt und die eventuell verbleibenden Mittel an die Eigentümer des Unternehmens verteilt.¹¹⁸ Die Liquidation stellt für den potentiellen Verkäufer eines Unternehmens eine Alternative und damit eine Erweiterung seines Entscheidungsfeldes dar.

Die Entscheidung für eine Liquidation des Unternehmens ist dann rational getroffen, wenn Einkünfte aus der Unternehmertätigkeit ständig verglichen werden mit möglichen Einkünften aus anderen Investitionen, beispielsweise Anlagen am Kapitalmarkt. Sind die realisierbaren Einkünfte in der Alternativanlage unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Risikoexpositionen höher als im Unternehmen, sollte die Abwicklung vorgenommen werden.¹¹⁹ Des weiteren kann die Liquidation aus persönlichen Gründen eingeleitet werden, z.B. wenn sich der Unternehmer aus Altersgründen zurückziehen will und sich kein Käufer für das Unternehmen findet. Bei kleinen und mittleren Unternehmen ist dabei die Liquidation im Gegensatz zu vielen Großunternehmen eine realistische Alternative.¹²⁰ Großunternehmen erhalten, aufgrund ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung, vor einer eventuellen Liquidation öffentliche Unterstützung, um die in dem Unternehmen vorhandenen Arbeitsplätze zu sichern. Eine Liquidation kommt daher für Großunternehmen nur selten in Betracht.

¹¹⁷ Vgl. zur Kritik an diesen Regulierungen Deregulierungskommission, Unabhängige Expertenkommission zum Abbau marktwidriger Regulierungen: Marköffnung und Wettbewerb, Stuttgart 1991, S. 126ff.

¹¹⁸ Vgl. Wöhe: Einführung..., a.a.O., S. 920.

¹¹⁹ Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 154f.

¹²⁰ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 20.

Bei kleinen und mittleren Unternehmen stellt die Liquidation demgegenüber die Wertuntergrenze aus Verkäufersicht dar. Die Unternehmensbewertung muß demgemäß den Liquidationswert berechnen und sie dem Wert bei Unternehmensfortführung gegenüberstellen. Es gilt:

$$(4.4) W_V = \max (ErW; LW)$$

mit: ErW = Ertragswert bei Unternehmensfortführung

LW = Liquidationswert

Bei konkursbedrohten Kapitalgesellschaften, bei denen die Gesellschafter nur mit ihrer Einlage haften, wird der Grenzpreis für das Unternehmen 0. Die Gesellschafter verlieren bei einem Konkurs ihre Einlage zur Gänze. Das passiert auch, wenn das Unternehmen zu einem Kaufpreis von 0 verkauft wird. Jeder Kaufpreis größer 0 wäre daher vorteilhaft.¹²¹

Haften die Gesellschafter bei einem konkursbedrohten Unternehmen hingegen unbeschränkt, kann sogar ein negativer Grenzpreis resultieren, d.h. die ausscheidenden Gesellschafter würden dem Käufer für den Kauf eine Summe bis maximal zur Höhe der Liquidationskosten bezahlen. Durch die Kosten der Liquidation (Sozialpläne für ausscheidende Arbeitnehmer, Beseitigung von Altlasten etc.) entsteht ein negativer Ertrags- und Liquidationswert.¹²²

Aus Käufersicht kommt die Alternative „Nachbau des Unternehmens“ als Erweiterung des Entscheidungsfeldes hinzu. Kleine und mittlere Unternehmen sind - im Gegensatz zu Großunternehmen - in einigen Fällen reproduzierbar.¹²³ Dies gilt beispielsweise für Praxen von Freiberuflern und kleinere Unternehmen, bei denen immaterielle Vermögensgegenstände, die erst mit langer zeitlicher Verzögerung aufgebaut werden können, keine große Rolle spielen. Bei Großunternehmen gibt es diese Möglichkeit aufgrund von Verfahrens-know-how, Markennamen und anderen Ausschließlichkeits-

¹²¹ Vgl. Kraus-Grünwald, M.: Unternehmensbewertung und Verkäuferposition bei Akquisitionen; in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. u.a, FS zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 1442.

¹²² Vgl. ebenda, S. 1443.

¹²³ Vgl. Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen..., a.a.O., S. 2422; Then Bergh, W.: Sonderheiten der Preisfindung für Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen - Konzeption zur praktischen Durchführung, WPg, 38. Jg. (1985), S. 173.

rechten meistens nicht.¹²⁴ Der potentielle Käufer von kleinen und mittleren Unternehmen kann demgegenüber in vielen Fällen, in denen die vorgenannten immateriellen Vermögensgegenständen keine große Rolle spielen, das Unternehmen seinen Zielen entsprechend nachbauen. Nicht-betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die er nicht in das Unternehmen übernehmen will, werden beim Nachbau ignoriert. Zusätzliche Vermögensgegenstände, die der Unternehmer in das neue Unternehmen übernehmen will, werden darüber hinaus berücksichtigt.

Bei der Berechnung dieses Reproduktionswertes müssen aber Nachteile des rekonstruierten Unternehmens berücksichtigt werden. Dies können Standortnachteile (beispielsweise bei Einzelhandelsgeschäften) oder Nachteile beim Humankapital sein (Fachleute sind auf dem Arbeitsmarkt nicht zu finden etc.). Außerdem muß der Zeitzuschlag des rekonstruierten Unternehmens im Rekonstruktionswert seinen Niederschlag finden. Während das zu übernehmende Unternehmen seine Geschäftstätigkeit sofort aufnehmen kann und über einen Kundenstamm bereits verfügt, muß dieser bei dem neu aufgebauten Unternehmen noch erworben werden. Aus Sicht des potentiellen Käufers wird der Rekonstruktionswert dann zum Grenzpreis bei der Übernahme, wenn er niedriger ist als der Ertragswert des potentiellen Kaufobjekts:

$$(4.5) W_K = \min (ErW; RW)^{125}$$

mit: RW = Reproduktionswert

Dabei muß der Reproduktionswert subjektiv betrachtet werden. Die Höhe der Nachbaukosten hängt von den individuellen Möglichkeiten und Zielen des Entscheidungsträgers ab.¹²⁶

¹²⁴ Vgl. Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen..., a.a.O., S. 2422.

¹²⁵ Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert..., a.a.O., S. 10.

¹²⁶ Vgl. Ruhnke, K.: Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen, DB, 44. Jg. (1991), S. 1892.

5 Darstellung und Beurteilung theoretischer und empirischer Analysen zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen

5.1 Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Literatur

Trotz der großen praktischen Relevanz der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen (vgl. Kapitel 2.4 dieser Arbeit) ist die Literatur zu diesem Bereich nicht besonders umfangreich. Neben einigen Praxisbüchern und -aufsätzen¹ gibt es nur wenige wissenschaftliche Auseinandersetzungen mit dem Versuch einer Integration der größenspezifischen Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen in das Kalkül der Unternehmensbewertung. Im folgenden werden bisher vorgeschlagene Verfahren vorgestellt und diskutiert.

5.1.1 Das Konzept von Then Bergh

Then Bergh geht von der Beobachtung aus, daß die in der wissenschaftlichen Diskussion für richtig erachteten Verfahren der Unternehmensbewertung, insbesondere das Ertragswertverfahren, bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen nicht immer Anwendung finden und in vielen Fällen zu unplausiblen Werten führen, die ein Vielfaches des später gezahlten Kaufpreises darstellen.² Für *Then Bergh* „ist es unbefriedigend, auf theoretisch als richtig erkannte Verfahren nur deshalb verzichten zu müssen, weil das Ergebnis nicht der Erfahrung entspricht.“³

Als besondere Kennzeichen von kleinen Unternehmen werden ausgemacht: Starke Personenbezogenheit, atomistische bzw. polypolistische Konkurrenz, geringes Kapital und geringe Mitarbeiterzahl. Ausschließlichkeiten, wie man sie bei Großunternehmen vorfindet, spielen bei kleinen Unternehmen nur eine untergeordnete Rolle. Spezialkenntnisse und Verfahren, die für den Kleinunternehmer oder Freiberufler wichtig sind, können i.d.R. erworben werden.⁴

¹ Vgl. z.B. o.V.: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, a.a.O., S. 292ff.; o.V.: Alles in die Waagschale, GeschäftsWelt, o.Jg. (1997), Heft 6, S. 12ff.; Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG: Praxis - Übernahme - Abgabe, Wissenswertes für Arzt und Zahnarzt, 13. Auflage, Düsseldorf 1995; Tuller, L. W.: The Small Business Valuation Book, Easy-to-use Techniques for determining fair price, resolving disputes and minimizing taxes, Holbrook 1994.

² Vgl. Then Bergh, W.: Sonderheiten der Preisfindung..., a.a.O., S. 172.

³ Ebenda.

⁴ Vgl. ebenda, S. 172f.

Mithin sind Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen reproduzierbar. Der potentielle Käufer macht aus diesem Grund eine Alternativenrechnung „Gründung (Reproduktion) eines Unternehmens versus Kauf des bestehenden Unternehmens“ auf. Aus diesem Grund vergleicht der Entscheidungsträger zwei Zahlungsreihen:

(5.1) Gründung: $E_{G1}; E_{G2}; E_{G3}; \dots; E_{Gt}$

(5.2) Kauf: $E_{K1}; E_{K2}; E_{K3}; \dots; E_{Kt}$

Mit: G = Index zur Kennzeichnung der Zahlen bei Gründung (Reproduktion)

K = Index zur Kennzeichnung der Zahlen bei Kauf

Then Bergh geht davon aus, daß sich die Zahlungsreihen (5.1) und (5.2) im Zeitverlauf angleichen, da Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen i.d.R. ein bestimmtes Ertragsniveau erreichen, auf dem sie dann verharren. Er geht von einem Zeitraum bis zur Äquivalenz der beiden Zahlungsreihen von zwei bis zehn Jahren aus. Dieser Zeitraum ist dann auch für die Unternehmensbewertung relevant.⁵

Der potentielle Käufer ist nach Ansicht von *Then Bergh* bereit, maximal die Differenz aus dem Barwert der Einzahlungsüberschüsse des bestehenden Unternehmens und dem Barwert der Einzahlungsüberschüsse des reproduzierten Unternehmens zu bezahlen. Formal ergibt sich der Unternehmenswert aus (5.3):⁶

$$(5.3) \quad W = \sum_{t=1}^T \frac{E_{Kt}}{(1+i)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{E_{Gt}}{(1+i)^t}$$

Der Gedanke, daß kleine Unternehmen reproduzierbar sind, ist Kern und Ausgangspunkt für das hier vorgestellte Konzept. Für die Diskussion dieses Gedankens sei auf Kapitel 4.2.4 verwiesen. Es ist richtig, daß die Reproduktionsmöglichkeit dort, wo sie tatsächlich gegeben ist, in die Unternehmensbewertung einfließen muß. Dazu muß neben die Zahlungsreihe des Bewertungsobjekts die Zahlungsreihe eines neu gegründeten äquivalenten Unternehmens aufgestellt werden. Dieser Gedanke entspricht dem Verfahren des

⁵ Vgl. ebenda, S. 173.

⁶ Vgl. ebenda, S. 174.

Substanzwertes im Sinne ersparter Aufwendungen, das in den 60er Jahren von *Sieben* entwickelt und in Kapitel 3.5.1.2 dieser Arbeit ausführlich dargestellt worden ist.

Then Bergh leitet in seinem Konzept den Grenzpreis allerdings anders ab, als dies von *Sieben* vorgeschlagen wird. Bei *Sieben* ist die (positive) Differenz aus Einzahlungsüberschüssen des Bewertungsobjekts und neu gegründetem Unternehmen lediglich ein Vorteilhaftigkeitskriterium für die Durchführung der Transaktion. *Then Bergh* sieht in dieser Differenz den Grenzpreis. Dies würde bedeuten, daß der Käufer dem Verkäufer nur den Ertrag des Bewertungsobjektes, der über den Ertrag des neu gegründeten Unternehmens hinaus geht, vergüten muß. Das „normale“ Ertragspotential, das von *Then Bergh* bei kleinen und mittleren Unternehmen als Regelfall gesehen wird⁷, würde unentgeltlich übertragen. Dieses Ergebnis würde von keinem Verkäufer akzeptiert werden. Das Konzept des Substanzwertes im Sinne ersparter Aufwendungen kommt hier zu einer plausibleren Lösung, in dem es als Grenzpreis die Aufwendungen ansieht, die für die Neugründung des Unternehmens nötig sind.

Des weiteren ist das von *Then Bergh* entwickelte Konzept nicht in der Lage, die weiteren Besonderheiten, wie sie in Kapitel 2 und 4 aufgezeigt worden sind, von kleinen und mittleren Unternehmen - neben der Reproduzierbarkeit - in die Unternehmensbewertung zu integrieren.

5.1.2 Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen nach Bremer

Der zentrale Gedanke des Verfahrens von *Bremer*⁸ ist die Komplexitätsreduktion. Bei kleinen und mittleren Unternehmen steht nur ein geringes Budget für eine Unternehmensbewertung zur Verfügung. Ziel ist es, das aufwendige Ertragswertverfahren der Unternehmensbewertung so zu vereinfachen, daß kein Verstoß gegen die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung⁹ vorliegt.¹⁰

⁷ Vgl. ebenda, S. 173.

⁸ Vgl. Bremer, J.-G.: Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliches Controlling - Planung, Entscheidung, Organisation. FS für Dietrich Adam, hrsg. von Rieper, B./Witte, T./Berens, W., Wiesbaden 1996, S. 49ff.

⁹ Vgl. zu den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O.

¹⁰ Vgl. Bremer, J.-G.: Die schematisierte Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 51.

Das von *Bremer* entwickelte Verfahren nutzt Tabellen-Kalkulationsprogramme zur Durchführung der Unternehmensbewertung. Zum einen stellen diese Programme ein leistungsfähiges und leicht zu bedienendes Arbeitsmittel für den Unternehmensbewerter dar. Zum anderen bieten sie aber auch durch die Struktur der Arbeitsblätter einen guten Ansatz zur Schematisierung der Bewertung.¹¹ Die Spaltenstruktur des Arbeitsblattes bietet ein Raster für die Zeit. Von links nach rechts werden die Geschäftsjahre fortlaufend abgetragen. In den Zeilen werden dann die relevanten geplanten betriebswirtschaftlichen Rechenwerke abgetragen. Dies sind die Plan-Gewinn- und Plan-Verlustrechnung und die Plan-Bilanzen. Aus diesen Rechenwerken ergeben sich dann die geplanten Entnahmen, die mit einem Kalkulationszinsfuß auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden. Der Unternehmensbewerter muß in das so entstandene Formular Plangrößen - extrapoliert aus Vergangenheitsdaten - eingeben, Salden und Ergebnisse errechnet das Programm automatisch.¹²

Der Bewerter wird so gezwungen, alle geforderten Daten in die Unternehmensbewertung zu übernehmen, so daß die Vollständigkeit gewährleistet ist. Die strenge Schematisierung zwingt aber auch dazu, die Schlüssigkeit und konzeptionelle Richtigkeit der verwendeten Daten zu überprüfen, da Zwischensummen automatisch errechnet werden und Fehler, die bei rein manueller Bewertung nicht direkt erkannt werden können, sofort auffallen. Dies gilt beispielsweise für die Bilanzgleichheit (Aktiva = Passiva), die durch die Automatisierung immer gewährleistet wird.¹³

Ein weiterer Vorteil dieser schematisierten Unternehmensbewertung ist, daß sich mit ihr leicht Sensitivitätsanalysen¹⁴ durchführen lassen.

Bremer greift für weitere Vereinfachungen, die sich mit einem Tabellen-Kalkulationsprogramm realisieren lassen, auf die Phasenmethode des Instituts der Wirtschaftsprüfer (vgl. Kapitel 3.5.2.2.3) zurück. Die Phase (3), in der gleichbleibende Erträge unterstellt werden, wird auf 99 Jahre begrenzt. Dabei soll diese Phase keine realitätsnahen Ergebnisse für die Bilanz in 100 Jahren ergeben,

¹¹ Vgl. ebenda, S. 54ff.

¹² Vgl. ebenda, S. 56.

¹³ Vgl. ebenda.

¹⁴ Vgl. ebenda, S. 58ff.

sondern lediglich ausschließen, daß der Unternehmenswert durch die Annahme zukünftig stark steigender Ergebnisse aufgebläht wird.¹⁵

Die schematisierte Unternehmensbewertung nach *Bremer* stellt eine Konzeption für die Vereinfachung des Ertragswertverfahrens zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen dar. Damit wird dem Praktiker eine plausible Möglichkeit geliefert, das komplexe Ertragswertverfahren auch bei kleinen und mittleren Unternehmen, bei denen kein großes Budget für Unternehmensbewertungen zur Verfügung steht, anwenden zu können.

Bremer beschäftigt sich nicht mit der Integration der größenspezifischen Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen in das Kalkül der Unternehmensbewertung. Durch die strikte Schematisierung besteht sogar die Gefahr, daß die bei kleinen und mittleren Unternehmen stärker ins Gewicht fallenden qualitativen Aspekte, wie beispielsweise die Personenbezogenheit des Unternehmens, weniger berücksichtigt werden können als bei einer normalen, nicht schematisierten Anwendung des Ertragswertverfahrens. Dabei wird die größere Genauigkeit einer vollen Anwendung des Ertragswertverfahrens immer eine Erhöhung der Bewertungskosten nach sich ziehen, die durch die beschränkten finanziellen Möglichkeiten der potentiellen Käufer und Verkäufer begrenzt werden. Eine Unternehmensbewertung darf natürlich nur einen Bruchteil des Unternehmenswertes kosten. Insofern leistet *Bremer* einen wichtigen Beitrag zur Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen. Besonderheiten von mittelständischen Unternehmen sollen und werden durch diesen Ansatz allerdings nicht berücksichtigt.

5.1.3 Die „Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“

Das Institut der Wirtschaftsprüfer hat inzwischen auch die Notwendigkeit einer Berücksichtigung der Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen bei einer Unternehmensbewertung erkannt. Dies zeigt sich in der „Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“.¹⁶

¹⁵ Vgl. ebenda, S. 68.

¹⁶ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen, WPg, 51. Jg. (1998), S. 26ff.

Herausgehoben wird, daß bei der Bewertung insbesondere die qualitativen Besonderheiten (Bedeutung des Eigentümers, begrenzter Eigentümerkreis, kein Zugang zum Kapitalmarkt, fließender Übergang von Privats- und Betriebssphäre, beschränkt aussagefähiges Rechnungswesen, keine bzw. nicht dokumentierte Unternehmensplanung etc.) von Bedeutung sind.¹⁷ Diese qualitativen Besonderheiten bedingen eine andere Gewichtung der „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ der HFA Stellungnahme 2/1983¹⁸, die aber grundsätzlich auch für die Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen gelten. Dem subjektiven Entscheidungswert, der die persönlichen Vorstellungen des Entscheidungsträgers berücksichtigt, kommt bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen eine größere Bedeutung zu. Diese Betonung der Subjektivität bei kleinen und mittleren Unternehmen findet seine Begründung in dem großen Einfluß des Eigentümers auf die Unternehmensführung und damit auf den Unternehmenserfolg. Allerdings dürfen Erfolgsfaktoren, die einzig durch den alten Eigentümer realisiert werden können, nicht in die Bewertung einfließen.¹⁹

Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die normale zweistufige Vorgehensweise des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer. Im ersten Schritt - der Feststellungsphase - wird ein objektivierter Wert des Unternehmens ermittelt, der das Unternehmen „wie es steht und liegt“²⁰ abbilden soll. Dieser objektivierte Wert ist dann Grundlage für Verhandlungen und weitergehende Berechnungen, in denen auch subjektive Vorstellungen von Käufer und Verkäufer Eingang in die Berechnung finden. In diesem zweiten Schritt - der Verhandlungsphase - sind die Wirtschaftsprüfer aber nur auf besonderen Wunsch der Verhandlungsparteien beteiligt. „Die Parteien erstellen in dieser Phase ihre Berechnungen im allgemeinen selbst.“²¹

¹⁷ Vgl. ebenda, S. 26f.

¹⁸ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O.

¹⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

²⁰ Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 5; Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 473.

²¹ Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

Dieses Vorgehen ist von Seiten der Theorie der Unternehmensbewertung stark kritisiert worden.²² Mit der stärkeren Betonung der Verhandlungsphase, bei der auch die subjektiven Vorstellungen der Transaktionspartner Beachtung finden, in der Stellungnahme zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, kommt das Institut der Wirtschaftsprüfer näher an die Positionen der Theorie heran.

Bei der Ermittlung des objektivierten Wertes für kleine und mittlere Unternehmen sind insbesondere drei Problemkomplexe zu beachten²³:

- 1.) Abgrenzung des Bewertungsobjekts: Oft befinden sich wesentliche Teile des Anlagevermögens des Unternehmens im Privatvermögen der Unternehmenseigner (insbesondere Patente und Grundstücke). Diese müssen entweder in das Betriebsvermögen überführt werden oder durch Lizenzzahlungen, Pachten etc. berücksichtigt werden. Bei vielen kleinen und mittleren Unternehmen fehlt zudem eine ausreichende Eigenkapitalbasis. Sie wird ersetzt durch die volle Haftung des Eigentümers. In diesen Fällen muß die Bewertung Gewinnthesaurierungen und Kapitalerhöhungen, die für eine ausreichende Eigenkapitalbasis notwendig sind, berücksichtigen.
- 2.) Bestimmung des Unternehmerlohns: Die personenbezogenen Erfolgsfaktoren finden nach dem Konzept des Instituts der Wirtschaftsprüfer Berücksichtigung in der Größe „Unternehmerlohn“. Der Unternehmerlohn ist grundsätzlich nach dem Gehalt eines Geschäftsführers ohne Beteiligung an dem Unternehmen zu bemessen. Bei besonders guten oder schlechten Einflüssen des bisherigen Eigentümers werden Zu- bzw. Abschläge erforderlich. Als Indikator für die Qualität des alten Managements wird ein Vergleich mit der durchschnittlichen Branchenrendite empfohlen. Ist die Abhängigkeit des Geschäftsbetriebs von dem ausscheidenden Unternehmer so groß, daß es nicht erfolgreich weiter geführt werden kann, muß das Unternehmen zum Liquidationswert bewertet werden.

²² Vgl. insbesondere: Ballwieser, W.: Aktuelle Aspekte..., a.a.O., S. 129; Schildbach, T.: Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“, ZfbF, 47. Jg. (1995), S. 620ff.; Schildbach, T.: Kölner versus phasenorientierte Funktionenlehre..., a.a.O., S. 30ff.; Maul, K.-H.: Offene Probleme der Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftsprüfer, DB, 45. Jg. (1992), S. 1259.

²³ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27f.

3.) Eingeschränkte Informationsquellen: Bei kleinen und mittleren Unternehmen fehlen oft geprüfte Jahresabschlüsse. Daher ist eine besondere Prüfung der Glaubwürdigkeit der vorgefundenen Daten notwendig. Bereinigt werden müssen steuerliche Einflüsse auf das Unternehmensergebnis, die bei kleinen und mittleren Unternehmen besonders ausgeprägt sind. Außerdem ist zu beachten, daß Investitionen oft nur in langen Intervallen vorgenommen werden²⁴ und daher die durchschnittlichen Ergebnisse von den in der letzten Gewinn- und Verlustrechnung vorgefundenen abweichen können. Problematisch ist die Prognose der zukünftigen Erträge, da Planungen oft fehlen bzw. nicht dokumentiert sind. Unsicherheiten, die ausschließlich auf dem Fehlen von Planungsrechnungen beruhen, dürfen jedoch nicht durch Zuschläge zum Kapitalisierungszinsfuß bzw. Abschläge von den prognostizierten Erträgen berücksichtigt werden.

Mit der Berücksichtigung dieser drei Besonderheiten ist - nach Ansicht des Instituts der Wirtschaftsprüfer - eine größenklassenspezifische Bewertung gewährleistet. Es fällt jedoch auf, daß eine konkrete Methodik der Bemessung des Unternehmerlohnes nicht vorgeschlagen wird. Damit wird zwar das Augenmerk des Bewerter auf die wichtige Problematik der Personenbezogenheit gerichtet, eine konkrete Hilfestellung zur Lösung erhält er aber nicht. Des weiteren findet die Reproduzierbarkeit von kleinen und mittleren Unternehmen keinen Niederschlag in der Stellungnahme, genauso wenig wie die Berücksichtigung persönlicher nicht-monetärer Zielsetzungen der Entscheidungsträger.

In einem weiteren Abschnitt widmet sich die Stellungnahme den in der Praxis weit verbreiteten marktwertorientierten Bewertungsverfahren bzw. vereinfachten Preisfindungen.²⁵ Knüpft die Preisfindung an dem Ergebnis des zu bewertenden Unternehmens an - dieser wird dann mit einem vom Markt vorgegebenen Faktor multipliziert - handelt es sich nach Ansicht der Stellungnahme um eine „stark vereinfachte Anwendung des Ertragswertverfahrens“.²⁶ In dieser Aussage kommt eine fehlende Unterscheidung zwischen subjektiven Werten und objektiven (Markt-)preisen zum Ausdruck. Von vielen Autoren (vgl. ausführlich 3.5.3) und Praktikern

²⁴ Dieses Problem entsteht durch die Unteilbarkeit der Investitionsobjekte. Vgl. Schmidt, R.: Die Bedeutung von Unteilbarkeiten..., a.a.O., S. 182ff.

²⁵ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 28.

²⁶ Ebenda.

wird das Multiplikatorverfahren anders angewendet. Es ermittelt - im Gegensatz zum subjektiven Ertragswert - einen Marktpreis. Insofern ist die Aussage, daß die Multiplikation des Unternehmensergebnisses eine vereinfachte Anwendung des Ertragswertverfahrens darstellt, eine Fehlinterpretation.

Bei kleineren Dienstleistungsunternehmen wird in der Praxis oft an produktmengen- und umsatzorientierten Größen angesetzt, beispielsweise dem Mandantenstamm der Praxis eines Freiberuflers. Diese Verfahren haben auch nach Ansicht der Stellungnahme keine unmittelbare Verbindung zum Ertragswertverfahren mehr.²⁷

Diese Verfahren der vereinfachten Preisfindung sollten nur in bestimmten Fällen zur Anwendung kommen:²⁸

- Sie sind im Auftrag für das Gutachten ausdrücklich als Bewertungsverfahren vorgegeben.
- Die diesen Verfahren zugrunde liegenden Prämissen hinsichtlich der Bestimmung des Diskontierungsfaktors, der Lebensdauer des Unternehmens, der branchentypischen Ergebnis- und Rentabilitätsentwicklung und der zeitlichen Verteilung der Einnahmenüberschüsse können auch aus dem Ertragswertverfahren abgeleitet werden.
- Sie werden zur Plausibilitätskontrolle für die Ergebnisse des Ertragswertverfahrens eingesetzt.

Damit wird die in der Praxis häufig vorzufindende Bewertung mit Multiplikatoren stark eingeschränkt. Nur wenn ein solches Verfahren im Auftrag des Gutachtens ausdrücklich gefordert wird, kann eine Beschäftigung mit dem Ertragswertverfahren unterbleiben. Um die Äquivalenz hinsichtlich der genannten Prämissen bei Ertragswertverfahren und vereinfachter Preisfindung festzustellen, ist streng genommen die Bemessung des Kalkulationszinsfußes und die Ertragsvorschau der Ertragsbewertung vorzunehmen. Damit ist aber das Ertragswertverfahren schon fast vollständig angewandt. Eine vereinfachte Preisfindung ist nicht mehr notwendig.

Ergibt sich eine Differenz zwischen Ertragswert und vereinfacht ermitteltem Wert, soll der Bewerter überprüfen, ob seine Annahmen korrigiert werden müssen und der Ertragswert verändert werden muß. Hier setzt sich die oben genannte Fehlinterpretation der Multiplikatoren fort. Eine Veränderung des subjektiven

²⁷ Vgl. ebenda.

²⁸ Vgl. ebenda.

Ertragswertes in Richtung auf den objektiven Marktwert kann zu unrichtigen Ergebnissen führen. Der Ertragswert ist Grundlage in einer Verhandlung, in der ein Marktwert ermittelt werden soll. Korrigiert man diese Entscheidungsgrundlage aufgrund von Marktwerten, die mit Multiplikatoren gewonnen worden sind, schränkt man den Verhandlungsspielraum des Entscheidungsträgers unnötig ein.

5.1.4 Small Business Valuation nach dem Konzept von Tuller

Aus der amerikanischen Bewertungspraxis kommt der Ansatz von *Tuller*. Im Mittelpunkt steht nicht die Ableitung einer mathematischen Formel, mit der eine Bewertung schnell und zuverlässig gelöst werden könnte, sondern der Bewertungsprozeß, der zu wichtigen Einsichten in das zu bewertende Unternehmen führt.²⁹

Zunächst müssen Daten über das Unternehmen gesammelt werden. Die Datenlage bei kleinen und mittleren Unternehmen ist selten ausreichend für eine fundierte Unternehmensanalyse, die einer Bewertung vorausgehen muß.³⁰ Daher muß der Bewerter in einer ersten Phase Daten sammeln. Dazu muß er in einer sogenannten „Due Diligence“ Informationen sammeln durch Betriebsbegehungen, Gespräche mit dem Personal und Zusammentragen von Daten aus dem internen und externen Rechnungswesen. Insbesondere sind Daten aus den Bereichen Marketing (Produktpalette, Kundenkartei, Absatzdaten etc.), Finanzen (Inventar, Buchhaltungsdaten der letzten drei Jahre etc.), Personal (Lohn- und Gehaltsstruktur, Personalakten der wichtigsten Mitarbeiter etc.) und rechtliche Verhältnisse (laufende Verträge, Unterlagen über Rechtsstreitigkeiten, Leasingverträge etc.) wichtig. Dazu sind auch volkswirtschaftliche Daten und Daten der Branche wichtig, die einen großen Einfluß auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens haben können.³¹ Alle diese Informationen sind notwendig, um die für die Bewertung notwendige Vorhersage zukünftiger Cash-flows vornehmen zu können.

Die so ermittelten Zahlen und Informationen können aber nicht direkt verarbeitet werden. Da es viele verschiedene miteinander konkurrierende Vorschriften für die

²⁹ Vgl. Tuller, L. W.: The Small Business..., a.a.O., S. 11.

³⁰ Vgl. ebenda, S. 49ff.

³¹ Vgl. ebenda, S. 62.

Rechnungslegung (insbesondere steuerrechtliche und handelsrechtliche) gibt, die zudem noch andere Zwecksetzungen als die Bewertung von Unternehmen haben, muß eine Anpassung vorgenommen werden.³² Zur Herstellung der Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen sollte zunächst die Rechnungslegung an die Generally Accepted Accounting Principles³³, die in deutscher Terminologie den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung entsprechen, angelehnt werden. Im zweiten Schritt sollten außerordentliche Aufwendungen und Erträge sowie Vermischungen von Privat- und Unternehmensbereich aus der Rechnungslegung eliminiert werden. Im dritten Schritt sollten dann Einflüsse von zukünftigen Ereignissen auf die Zahlen des Rechnungswesens berücksichtigt werden.

Ausgehend von den bereinigten Ergebnissen des zu bewertenden Unternehmens kann man nun Kennzahlen einsetzen, die den geschäftlichen und finanziellen Zustand abbilden helfen.³⁴ Dazu empfiehlt *Tuller* Kennzahlen über die Kapitalstruktur, Liquidität und Profitabilität des Unternehmens. Beachten muß man dabei aber, daß alle diese Kennzahlen nur zeitpunktbezogen sind und damit nicht die relevanten zukünftigen Zahlungsströme bilden. Nach Meinung von *Tuller* können durch eine genaue Analyse dieser Kennzahlen eher ungünstige Investments vermieden als günstige Investments identifiziert werden.³⁵ Von besonderer Wichtigkeit sind Kennzahlen, die helfen, das künftige Risiko des Unternehmens abzuschätzen. Dazu lehnt *Tuller* das CAPM als Maßstab für die Risikobemessung ab, da der β -Faktor nur das systematische Risiko abbildet. Bei kleinen und mittleren Unternehmen ist aber auch das unsystematische Risiko, das am Kapitalmarkt durch Diversifikation unbeachtlich wird, relevant.³⁶ Aus diesem Grund schlägt der Autor alternativ Kennzahlen vor, die helfen sollen, das Bewertungsobjekt in eine Risikoklasse einzuordnen. Dies sind Verschuldungskoeffizienten und Zahlen über die Volatilität der Erträge des Unternehmens.³⁷

³² Vgl. ebenda, S. 65.

³³ Vgl. zu den Generally Accepted Accounting Principles Haller, A.: US-GAAP, DBW, 58. Jg. (1998), S. 126ff.; Born, K.: Bilanzanalyse international - Deutsche und ausländische Jahresabschlüsse lesen und beurteilen, Stuttgart 1994, S. 129ff.; Haller, A.: Die „Generally Accepted Accounting Principles“ - Die Normen der externen Rechnungslegung in den USA, ZfbF, 42. Jg. (1990), S. 751ff.

³⁴ Vgl. Tuller, L. W.: The Small Business..., a.a.O., S. 78ff.

³⁵ Vgl. ebenda, S. 78.

³⁶ Vgl. ebenda, S. 33 und S. 88.

³⁷ Vgl. ebenda, S. 88ff.

Kernelement des Bewertungsprozesses, wie er von *Tuller* vorgeschlagen wird, ist die Vorhersage zukünftiger Cash-flows. Ohne diese Prognose ist es unmöglich, eine fundierte Bewertung vorzunehmen. Vorgeschlagen wird ein 10-stufiges Vorgehen³⁸ :

- 1.) Entwicklung von grundlegenden betriebs- und volkswirtschaftlichen Annahmen.
- 2.) Prognose der Verkaufszahlen auf Basis obiger Annahmen.
- 3.) Ableitung von funktionalen Beziehungen zwischen Aufwands- und Ertragspositionen aus alten Jahresabschlüssen.
- 4.) Durchführung einer Personalbedarfsplanung.
- 5.) Aufstellen von historischen Bilanzrelationen zwischen Kreditoren, Debitoren und Rechnungsabgrenzungsposten.
- 6.) Planung der notwendigen Kapazitäten und eventuell notwendiger Investitionen.
- 7.) Aufstellen eines Budgets für Forschung und Entwicklung; Planung neuer Produkte (wenn relevant).
- 8.) Aus den vorgenommenen Planungen und Prognosen kann nun eine „pro forma“ Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung aufgestellt werden.
- 9.) Aus dieser „pro forma“ Bilanz werden notwendige Finanzierungen abgeleitet.
- 10.) Nach diesen vorbereitenden Schritten kann die Projektion zukünftig verfügbarer Cash-flows durchgeführt werden.

Diese genaue Cash-flow Vorhersage wird in dem Beispiel von *Tuller* für einen Prognosezeitraum von 8 Jahren vorgenommen. Danach muß noch ein Restwert für die verbleibende Lebenszeit - in *Tuller`s* Beispielrechnung wird sie auf 50 Jahre beschränkt - berechnet werden. Dabei wird ähnlich wie beim Phasenmodell des Instituts der Wirtschaftsprüfer ein konstanter jährlicher Cash-flow unterstellt.

Damit ist das Kernstück des Bewertungsprozesse vorhanden. Jetzt müssen die so gewonnenen Daten zu einem Unternehmenswert verarbeitet werden. Dies geschieht analog zum Ertragswertverfahren durch Diskontierung der Cash-flows auf ihren Gegenwartswert. Als Diskontierungsfaktor wird ein Zinssatz benötigt, der das zukünftige Risiko des Unternehmens möglichst genau reflektiert. Dieser Diskontierungsfaktor besteht bei *Tuller* aus zwei Elementen, dem risikofreien Zinssatz

³⁸ Vgl. ebenda, S. 95.

(beispielsweise dem Zins eines US Treasury Bonds, mit einer Laufzeit, die dem detaillierten Prognosezeitraum entspricht) und einer Risikoprämie. Zur Bemessung der Risikoprämie greift *Tuller* auf eine von *Schilt*³⁹ vorgenommene Einteilung von Risikokategorien zurück, die in Tabelle 5.1 wiedergegeben wird.

Kategorie	Kennzeichen des Unternehmens	Risikozuschlag
1	Etabliertes Geschäft, gute Marktposition, gutes Management, stabile Erträge in der Vergangenheit, vorhersehbare Zukunft	6 - 10 %
2	genauso wie Kategorie 1, jedoch ist die Branche wettbewerbsintensiver	11 - 15 %
3	Firmen in sehr wettbewerbsintensiven Branchen, mit wenig Eigenkapital und wenig erfahrem Management, aber mit guten Erfolgen in der Vergangenheit	16 - 20 %
4	Kleine Firmen, die von den Kenntnissen von ein oder zwei Personen abhängen oder große Firmen in stark zyklischen Branchen mit geringer Vorhersehbarkeit	21 - 25 %
5	Kleine personenbezogene Dienstleistungsfirmen mit einem einzelnen Eigentümer-Unternehmer	26 - 30 %

Tab. 5.1: Risikokategorien nach Schilt

(Vgl. Tuller, L. W.: The Small Business..., a.a.O., S. 43)

Diese Technik der Einteilung von Bewertungsobjekten in Risikokategorien hat einige Vorläufer⁴⁰ und stellt eine einfache - in ihrer Gewinnung durch externe Quellen, nicht aus dem Bewertungsobjekt selbst - an die Multiplikatorverfahren der Unternehmensbewertung erinnernde Verfahrensweise dar.

Abschließend werden die vorhergesagten Cash-flows mit dem ermittelten risikoadäquaten Zinssatz auf ihren Gegenwartswert diskontiert.

Bei dem Ansatz von *Tuller* handelt es sich um ein praxisorientiertes Vorgehen, das eine klare und stringente Struktur in den Bewertungsprozeß bringt. Damit können

³⁹ Vgl. Schilt, J. H.: A Rational Approach to Capitalization Rates for Discounting the Future Income Stream of Closely Held Companies, The Financial Planner, January 1982, S. 115ff.

⁴⁰ Vgl. Badger, R. E.: Valuation of Industrial Securities, Englewood Cliffs 1925 und Dewing, A. S.: The Financial Policy of Corporations, 5th Ed., New York 1953.

auch qualitative Aspekte beachtet werden. Allerdings werden eine ganze Reihe von Spezifika der kleinen und mittleren Unternehmen nicht berücksichtigt, insbesondere die Personenbezogenheit, da der Bewertungsprozeß sehr stark auf vergangenheitsbezogenen Daten aufbaut.

5.2 Anwendung von Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Praxis

Die betriebswirtschaftliche Literatur macht nur wenige Angebote für Bewertungsverfahren, die speziell für kleine und mittlere Unternehmen entwickelt worden sind. Im folgenden soll der Umgang der Bewertungspraxis mit dem Problem der Bewertung von kleineren Unternehmen dargestellt werden. Dazu wird Bezug genommen auf jüngere empirische Untersuchungen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz.

In Deutschland sind zwei Untersuchungen über die Verbreitung von Verfahren der Unternehmensbewertung von *Peemöller et al.* durchgeführt worden. In der ersten Befragung⁴¹ wurden im August 1993 109 Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, M & A - Beratungen, Investmentbanken, Unternehmensberatungen, Beteiligungsgesellschaften und Industrieunternehmen, die im Bereich der Unternehmensbewertung aktiv sind, befragt. Der Rücklauf betrug 63 Antworten (dies entspricht 58 %). Die Erhebung ergab folgende Häufigkeiten für angewandte Bewertungsverfahren⁴²: Ertragswertverfahren 39 %, DCF Methoden 33 %, Vergleichspreise 8 %, Börsenwert 6 %, Vergleichszahlen 5 %, Substanzwertverfahren 4 % und sonstige Verfahren 5 %. Eine Aufschlüsselung nach der Größe der Bewertungsobjekte wurde nicht vorgenommen. Ein Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und anzuwendenden Bewertungsverfahren wurde von den Befragten nicht gesehen. Nur 15 % der antwortenden Unternehmen haben einen solchen Zusammenhang, insbesondere aufgrund einer schlechteren Datenlage bei kleinen Unternehmen, gesehen.⁴³ Der Kreis der Befragten ist eher an Großunternehmen orientiert, auch weil bei der Auswahl der zu befragenden Unternehmen deren „Renommee“⁴⁴ eine Rolle gespielt hat. Man kann davon

⁴¹ Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S 741ff.

⁴² Vgl. ebenda, S. 742.

⁴³ Vgl. ebenda, S. 743.

⁴⁴ Ebenda, S. 741.

ausgehen, daß die so ausgesuchten Bewerter eher von Großunternehmen eingeschaltet werden. Insofern sind die Ergebnisse dieser Untersuchung, die eine Dominanz der ertragswertorientierten Verfahren feststellt, für den Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen nur beschränkt aussagefähig.

Dies ist bei der zweiten Untersuchung⁴⁵, die von *Peemöller et al.* erstellt worden ist, anders. Im Januar 1995 wurden 1.200 Steuerberater - eine Zufallsstichprobe aus den Mitgliedern der DATEV eG - angeschrieben. Der Rücklauf betrug 433 Fragebögen (dies entspricht 36,08 %). Bei den Antworten waren mittlere und größere Kanzleien überrepräsentiert, so daß die Umfrage insgesamt nicht mehr als repräsentativ für den Berufsstand der Steuerberater angesehen werden kann.⁴⁶ Trotzdem liefert die Untersuchung interessante Einblicke in die Bewertungspraxis. Die Größe der von den befragten Steuerberatern bewerteten Unternehmen gaben die Befragten gemäß Tabelle 5.2 an.

TDM Umsatz	Anteil an den Bewertungen
< 100 TDM	7,33 %
100 - 250 TDM	12,48 %
250 - 500 TDM	18,29 %
500 - 1.000 TDM	18,37 %
> 1.000 TDM	43,53 %
	100,00 %

Tab. 5.2: Größenklassen der bewerteten Unternehmen in der Untersuchung von Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.

(Quelle: Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S. 1203)

Tab. 5.2 zeigt deutlich, daß sich die teilnehmenden Steuerberater überwiegend mit der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen befassen. Dieses Ergebnis überrascht nicht, da für einen mittelständischen Unternehmer der Steuerberater oft der wichtigste betriebswirtschaftliche Berater auch über steuerliche Probleme hinaus ist.

⁴⁵ Vgl. Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S. 1202ff.

⁴⁶ Vgl. ebenda, S. 1202.

Die Befragung ergab, daß die folgenden Bewertungsverfahren angewandt wurden⁴⁷: Liquidationswertverfahren 4,5 %, Substanzwertverfahren 3,9 %, Ertragswertverfahren 24,0 %, Kombinationen aus Ertrags- und Substanzwertverfahren 34,5 %, DCF Verfahren 1,8 %, Stuttgarter Verfahren (für außersteuerliche Bewertungsanlässe) 22,0 %, pauschale Wertermittlungsverfahren (Multiplikatoren, Vergleichszahlen, Umsatzverfahren) 9,3 %. Hier zeigt sich eine stärkere Orientierung auf Verfahren, die von der Theorie der Unternehmensbewertung kritisch beurteilt werden. Insbesondere fällt auf, daß das für steuerliche Anlässe entwickelte Stuttgarter Verfahren gerne auch für andere Bewertungsanlässe eingesetzt wird. Diese Praxis übersieht die besondere Zwecksetzung der steuerlichen Bewertung (vgl. 3.3.2.1). Insgesamt zeigt sich die Notwendigkeit, bei kleineren Unternehmen verstärkt vereinfachte Verfahren anzuwenden. Folgerichtig wird das aus der Kapitalmarkttheorie abgeleitete DCF Verfahren nur äußerst selten von den befragten Steuerberatern eingesetzt.

Einen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Bewertungsverfahren sehen nur 11,2 % der Befragten. Hier werden insbesondere Kostengründe genannt, die eine andere Behandlung kleinerer Unternehmen notwendig machen.⁴⁸ Da Steuerberater fast ausschließlich mit kleinen und mittleren Unternehmen in der Unternehmensbewertung zu tun haben (vgl. Tab. 5.2), erscheint dieses Ergebnis nur folgerichtig. Der Unterschied zwischen großer börsennotierter Aktiengesellschaft und kleinem und mittlerem Unternehmen spielt für die Steuerberater keine Rolle.

Insgesamt zeigt diese Untersuchung den unbefriedigenden Zustand der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen. Nur in einem Viertel der Bewertungsfälle werden die von der Betriebswirtschaftslehre als sachgerecht angesehenen Bewertungsverfahren - Ertragswertverfahren und DCF Verfahren - tatsächlich angewandt.

Ähnliche Ergebnisse ergaben auch empirische Untersuchungen für die Schweiz und Österreich. So hat *Helbling* auf der Tagung der schweizerischen Treuhandkammer 154 Teilnehmer mit Erfahrungen in der Unternehmensbewertung befragt.⁴⁹ Von 199 Antworten (für jeden Bewertungsfall konnte ein Fragebogen abgegeben werden) auf

⁴⁷ Vgl. ebenda, S. 1204.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 1205.

⁴⁹ Vgl. Helbling, C.: Unternehmensbewertung in der Praxis - Ergebnisse einer Umfrage, Schweizer Treuhänder, 63. Jg. (1989), S. 561ff.

die Frage nach der bei einzelnen Bewertungsfällen angewandten Bewertungsverfahren gaben 110 Befragte an, daß sie eine Mittelwertmethode (überwiegend das von *Helbling* lancierte „Schweizer Verfahren“⁵⁰: 2 x Ertragswertverfahren plus 1 x Substanzwertverfahren dividiert durch 3) verwenden.⁵¹ Nur 44 Antworten entfielen auf die ausschließliche Anwendung eines ertragswertorientierten Bewertungsverfahrens, wie es von der herrschenden Meinung in der Betriebswirtschaftslehre empfohlen wird. Spezifikationen hinsichtlich der Größe der Bewertungsobjekte unterblieben in der Untersuchung von *Helbling*. Die Ergebnisse dieser Untersuchung wurden bestätigt durch eine Umfrage von *Knüsel* aus dem Jahr 1991 unter Mitgliedern der Schweizer Treuhandkammer.⁵²

Für Österreich sind die Ergebnisse ähnlich. *Egger* hat 1989 eine Befragung unter österreichischen Wirtschaftsprüfern durchgeführt⁵³, in die 179 Bewertungsfälle, in denen die Wirtschaftsprüfer als neutrale Gutachter eingeschaltet waren, und 352 Fälle, in denen die Wirtschaftsprüfer als Berater einer Transaktionspartei engagiert waren, eingeflossen sind. Folgende Bewertungsverfahren wurden angewandt⁵⁴: Substanzwertverfahren 6,8 %, Mittelwertverfahren (Mittelwert aus Substanz- und Ertragswert) 15,6 %, Übergewinnverfahren 46,0 %, Ertragswertverfahren 25,1 %, Mehrphasenmethode (entspricht dem Phasenmodell des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer⁵⁵, vgl. 3.5.2.2.3) 4,2 % und sonstige Verfahren 2,3 %. Auch in Österreich werden also demnach zumeist Verfahren der Unternehmensbewertung angewandt, die von der Bewertungstheorie als ungeeignet angesehen werden. Eine Aufsplittung nach Größenklassen findet auch in dieser Untersuchung nicht statt.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Praxis der Unternehmensbewertung in großem Maße Verfahren anwendet, die von der Theorie als nicht adäquat angesehen werden. Dieser Trend verstärkt sich bei kleineren Unternehmen. Es scheint daher notwendig zu sein, sich mit der Bewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen auch von Seiten der betriebswirtschaftlichen Theorie neu zu befassen. Ziel muß es sein, ein Verfahren anzubieten, das dem theoretischen Anspruch genügt,

⁵⁰ Vgl. ausführlich *Helbling*, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Auflage, Düsseldorf 1995.

⁵¹ Vgl. *Helbling*, C.: Unternehmensbewertung in der Praxis..., a.a.O., S. 561.

⁵² Vgl. *Knüsel*, D.: Unternehmensbewertung in der Schweiz, Schweizer Treuhänder, 66. Jg. (1992), S. 309ff.

⁵³ Vgl. *Egger*, A.: Stellungnahme zum Fachgutachten Unternehmensbewertung, Journal für Betriebswirtschaft, 40. Jg. (1990), S. 111ff.

⁵⁴ Vgl. ebenda, S. 112.

⁵⁵ Vgl. *Mandl*, G./*Rabel*, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 153ff.

die Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen möglichst genau abzubilden, die Komplexität aber nicht so stark erhöht, daß eine praktische Anwendung aufgrund der Bewertungskosten oder der Anforderungen an die Datenbeschaffung unmöglich wird.

6 Ein modifiziertes Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen

Ein modifiziertes Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen sollte die Mängel, die herkömmliche Bewertungsverfahren bei der Anwendung auf kleinere Unternehmen haben, beseitigen. Die in den vorherigen Kapiteln identifizierten bewertungsrelevanten Besonderheiten der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen müssen mithin im Bewertungskalkül berücksichtigt werden. Als bewertungsrelevant waren vor allem die folgenden Besonderheiten ermittelt worden:

- Einfluß des Unternehmers auf die Geschäftstätigkeit des zu bewertenden Unternehmens (Personenbezogenheit).
- Relevanz des unsystematischen Risikos durch die starke Finanz- und Humankapitalbindung des Unternehmers in dem kleinen und mittleren Unternehmen.
- Liquidation als zusätzliche Handlungsmöglichkeit von Verkäufern.
- Reproduktion des Unternehmens als zusätzliche Handlungsmöglichkeit von Käufern in einigen Fällen.
- Schwierige Datenlage aufgrund mangelnder betriebswirtschaftlicher Planungen und mangelhafter Daten des Rechnungswesens.
- Geringeres Budget für die Durchführung einer Unternehmensbewertung.

Im folgenden wird versucht, ein Bewertungsverfahren, das diese Besonderheiten berücksichtigt, sukzessive zu entwickeln. In einem ersten Schritt wird die Abgrenzung des Bewertungsobjekts diskutiert, die bei einem kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund der Personenbezogenheit und der durch sie entstehenden Vermischung von Privat- und Firmensphäre besonders schwierig ist. In den weiteren Schritten werden dann Modifikationen am Ertragswertverfahren vorgenommen, die die oben genannten Besonderheiten in das Bewertungskalkül integrieren.

6.1 Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Für eine ordnungsmäßige Unternehmensbewertung ist es unabdingbar zu wissen, welche Vermögensgegenstände zum Unternehmen gehören und welche nicht. Wird die Bewertung aus Anlaß eines Kaufs bzw. Verkaufs eines Unternehmens durchgeführt, darf der Bewerter nur diejenigen Vermögensgegenstände in der Bewertung berücksichtigen, die auch tatsächlich an den Käufer übertragen werden.

Die Unternehmensbewertung muß daher mit einer Auflistung über die zu übertragenden Vermögensgegenstände beginnen, die in einer Betriebsbesichtigung mit Hilfe von Inventar und Bilanz entwickelt wird.

Dies gibt beiden Parteien zum einen Sicherheit über die Substanz, die tatsächlich übertragen wird. Zum anderen kann der Bewerter mit dieser Auflistung die Einflüsse der übertragenen Substanz auf den Unternehmenswert berücksichtigen.¹ Die Substanz darf dabei nicht mit dem Substanzwert verwechselt werden. Auch bei einer Ertragsbewertung ist die Substanz von großer Bedeutung. Jeder Vermögensgegenstand, der übertragen wird, stellt für den Käufer des Unternehmens ersparte Aufwendungen dar. Beispielsweise erhöht eine Maschine, die in der Unternehmenssubstanz vorhanden ist und nicht mehr erworben werden muß, den Ertragswert, da keine Auszahlung mehr für ihren Erwerb getätigt werden muß.²

Bei kleinen und mittleren Unternehmen taucht in der Praxis das Problem auf, daß Betriebs- und Privatsphäre nicht klar voneinander getrennt sind. Dieses Problem hat besondere Bedeutung bei Personengesellschaften, bedingt durch die unbeschränkte Haftung der Gesellschafter mit ihrem Privatvermögen. Aber auch bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung und kleinen, nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften taucht das Problem der Verquickung von Betriebs- und Privatsphäre auf.

Das Problem der Abgrenzung von betrieblicher und privater Sphäre ist bei vielen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen von Bedeutung. Auch in der Steuerbilanz eines Unternehmens muß eine solche Abgrenzung vorgenommen werden. Diese Abgrenzung hat erhebliche Bedeutung, da Veräußerungsgewinne im Betriebsvermögen - im Gegensatz zu Veräußerungsgewinnen im Privatvermögen - versteuert werden müssen.³ In vielen Fällen ist eine eindeutige Zurechnung möglich, so ist Kleidung und Hausrat des Unternehmers dem Privatvermögen zuzurechnen und eine Maschine dem Betriebsvermögen. Problematisch wird die Zurechnung - aus steuerlicher Sicht - immer bei der Möglichkeit von privater und betrieblicher Nutzung (beispielsweise bei Autos oder Wertpapieren).⁴ Die durch Recht und Gesetz entwickelten Abgrenzungskriterien könnten auf die hier zu diskutierende Problematik übertragbar sein.

¹ Vgl. Sieben, G.: Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963, S. 77.

² Vgl. ebenda.

³ Vgl. Wöhe, G.: Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Band I, 2. Halbband, 7. Auflage, München 1992, S. 27f.

⁴ Vgl. ebenda, S. 28.

Ausschlaggebend ist - im steuerlichen Bereich - die Zweckbestimmung bzw. Funktion des Wirtschaftsgutes. Rechtsprechung und Finanzverwaltung rechnen notwendiges und gewillkürtes Betriebsvermögen der betrieblichen Sphäre zu.⁵ Ersteres umfaßt alle Vermögensgegenstände, die ihrer Art nach nur betrieblich verwendet werden können oder ihrer Zweckbestimmung nach dem Betrieb dienen (z.B. Rohstoffe, Maschinen). Außerdem gehören alle im Betrieb hergestellten Wirtschaftsgüter (Halb- und Fertigfabrikate) und selbsterstellte Anlagen, Patente etc. zum notwendigen Betriebsvermögen. Ist die Bindung zum Betrieb nicht so eng, ist das Gut aber objektiv geeignet und dazu bestimmt, dem Betrieb zu dienen oder ihn zu fördern, wird ein Vermögensgegenstand zum gewillkürten Betriebsvermögen gezählt.⁶ Alle anderen Wirtschaftsgüter gehören zum notwendigen Privatvermögen eines Steuerpflichtigen. Hierzu zählen alle Wirtschaftsgüter, die keine Verbindung zum Betrieb aufweisen und keine betriebliche Zweckbestimmung haben.⁷

Abbildung 6.1 gibt einen schematischen Überblick über die steuerlichen Vermögensarten.

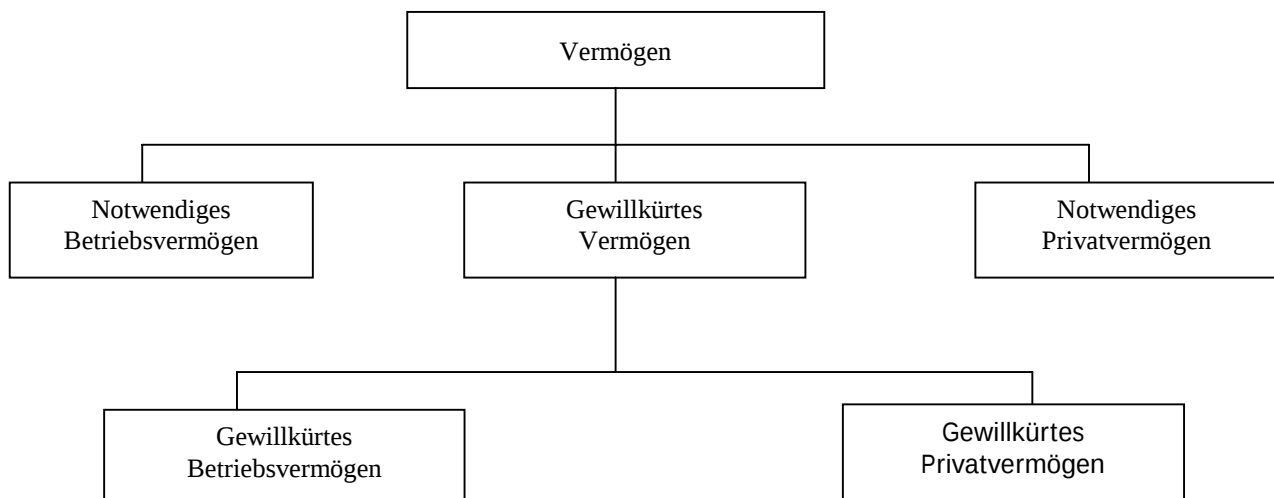


Abb. 6.1: Steuerliche Vermögensarten

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Endriss, H. W./Haas, H.: Steuerkompendium, Band 1: Ertragsteuern, 6. Auflage, Herne u.a. 1993, S. 58)

⁵ Vgl. Wöhe, G./Bieg, H.: Grundzüge der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre, 3. Auflage, München 1991, S. 36; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, a.a.O., § 9, RZ 358; Coenenberg, A. G.: Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 15. Auflage, Landsberg/Lech 1994, S. 61f.; Falterbaum, H./Beckmann, H.: Buchführung und Bilanz, 15. Auflage, Achim 1993, S. 364ff.; Lehmann, M.: Betriebsvermögen und Sonderbetriebsvermögen. Ein Beitrag zur konzeptorientierten Anwendung des Erfolgsteuerrechts auf Personengesellschaften, Wiesbaden 1988, S. 221ff.

⁶ Vgl. Wöhe, G./Bieg, H.: Grundzüge..., a.a.O., S. 36; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, a.a.O., § 9, RZ 359; Falterbaum, H./Beckmann, H.: Buchführung und Bilanz, a.a.O., S. 373ff.; BFH-Urteil vom 27.3.1968, BStBl II, S. 522.

⁷ Vgl. Wöhe, G.: Betriebswirtschaftliche Steuerlehre..., a.a.O., S. 30f.

Diese steuerlichen Kriterien erscheinen durchaus geeignet, Ausgangspunkt für die Aufstellung des Inventars zum Zwecke einer Unternehmensbewertung zu sein. Auch bei einer Unternehmensbewertung ist die Zweckbestimmung des Vermögensgegenstandes von entscheidender Bedeutung: „Der Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit bezieht sich auf die im Interesse der Zielerfüllung erforderliche Kombination materieller und immaterieller Werte, die als Einheit den Erfolgsstrom hervorbringen.“⁸

Grundsätzlich sollte alles, was dem Unternehmen dient, übertragen werden. Ist die Übertragung von bestimmten betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen durch den Verkäufer nicht gewünscht, müssen diese dennoch in der Unternehmensbewertung Berücksichtigung finden. Praktische Relevanz hat dies insbesondere bei Patenten und Grundstücken, die häufig im Privatvermögen gehalten werden. Werden diese nicht an den Käufer übertragen, müssen künftig zu entrichtende Lizenzgebühren bzw. Mieten oder Pachten bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.⁹ Die zukünftig für die Nutzung zu entrichtenden Zahlungen sollten Teil des Unternehmenskaufvertrages werden, da eine spätere Erhöhung der Forderungen erhebliche negative Folgen für den Unternehmenskäufer nach sich ziehen würde. Aus diesem Grund empfiehlt sich auch eine langfristige Festschreibung der Zahllasten.

Die Höhe der für nicht übertragene aber betriebsnotwendige Vermögensgegenstände zu leistenden Zahlungen ist grundsätzlich Verhandlungssache. Es empfiehlt sich jedoch die Berücksichtigung von Marktpreisen (ortsübliche Mieten etc.).

Finanziell unterscheiden sich die Alternativen „komplette Übertragung aller Vermögensgegenstände“ und „Vermietung einiger Vermögensgegenstände“ bei rationalen Verhandlungspartnern grundsätzlich nicht. Die zukünftig zu entrichtenden Mietzahlungen verändern den Entscheidungswert der Verhandlungsparteien entsprechend. Der Entscheidungswert des potentiellen Unternehmenskäufers wird gemindert um den Gegenwartswert der Mietzahlungen. Der Entscheidungswert des Unternehmensverkäufers wird umgekehrt um den Gegenwartswert der Mietzahlungen erhöht.

⁸ Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 473.

⁹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

Obgleich sich finanziell für beide Seiten nichts ändert, behält der Unternehmenskäufer bei Vermietung von Vermögensgegenständen einen stärkeren Einfluß auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dadurch, daß Preiserhöhungsspielräume beim Verkäufer verbleiben. Dies kann durch langfristige Vereinbarung im Kaufvertrag ausgeschlossen werden. Werden Patente beim Unternehmensverkauf nicht übertragen, besteht für den Käufer zudem die Gefahr, daß sich der Verkäufer dazu entschließt, das Patent auch an andere Unternehmen zu vergeben. In diesem Fall sollte sich der Käufer langfristig die exklusive Nutzung der Patente sichern. Geschieht dies nicht, steigt das Risiko für den Übernehmer erheblich an.

Umgekehrt stellt sich für den Verkäufer das Problem, daß er aus der Unternehmensmasse Vermögensgegenstände herauslösen muß, die er weiterhin privat nutzen möchte. Dies können beispielsweise Firmenwagen sein, die aus steuerlichen Gründen dem gewillkürten Betriebsvermögen zugerechnet worden sind. Diese Vermögensgegenstände würden bei einer Unternehmensbewertung mit dem Ertragswertverfahren i.d.R. durch den Käufer dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zugeschlagen, welches zu Nettoveräußerungserlösen bewertet wird. Eine Herauslösung durch den Verkäufer mindert den Unternehmenswert entsprechend.

Das Problem der Trennung von betrieblicher und privater Sphäre ist nicht nur auf die Aktivseite der Bilanz beschränkt. Es gilt genauso auf der Passivseite bei der Berücksichtigung der Kapitalausstattung. Ausgangspunkt der Überlegungen ist die zum Bewertungsstichtag vorhandene Kapitalstruktur. Bei der Übernahme durch einen neuen Eigentümer müssen eventuelle Veränderungen berücksichtigt werden, z.B. dann, wenn Gesellschafterdarlehen nicht übertragen werden.¹⁰ Diese Darlehen müssen dann aus Gesellschaftsmitteln getilgt werden, was die Kapitalbasis schrumpfen läßt. Eine andere Möglichkeit ist, daß Darlehen, die eigentlich der Privatsphäre zugerechnet werden müssen, bisher über das Unternehmen liefen.¹¹ Diese müssen aus der Bewertungseinheit herausgenommen und dem Verkäufer zugerechnet werden, was das Unternehmen mit weniger Fremdkapital verbleiben läßt.

¹⁰ Vgl. ebenda; Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen..., a.a.O., S. 2243.

¹¹ Vgl. Shailer, G.: Capitalists and Entrepreneurs in Owner-managed Firms, *International Small Business Journal*, 12. Jg. (1993/94), Heft 3, S. 36.

Bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung und kleinen Aktiengesellschaften werden häufig Kredite mit privaten Vermögensgegenständen der Gesellschafter bzw. Hauptaktionäre gesichert. Bei einem Wechsel der Eigentümer kann die Sicherung durch den Alteigentümer bestehen bleiben. Für die Überlassung der Sicherheit wird der Alteigentümer allerdings eine Avalprovision¹² verlangen, die in der Bewertung des Unternehmens berücksichtigt werden muß.

Bei kleinen und mittleren Unternehmen fehlt oft eine angemessene Ausstattung mit Eigenkapital. Dies ist vor allem mit der unbeschränkten Haftung bei Personengesellschaften zu erklären, die neben dem beim Unternehmen angesiedelten Eigenkapital noch das persönliche Vermögen des Eigentümers zur Haftungsmasse schlägt¹³ (eine Ausnahme stellt lediglich die Mischform GmbH & Co. KG¹⁴ dar). Nach einem Verkauf fällt die persönliche Haftung des ehemaligen Eigentümers weg und es tritt die persönliche Haftung des neuen Eigentümers an ihre Stelle. Das Privatvermögen neben dem Eigentum am Unternehmen ist aber i.d.R. gering, was das Eigenkapital auf einen unangemessen niedrigen Wert drücken kann.¹⁵ In einem solchen Fall muß bei der Bewertung des Unternehmens eine Stärkung der Eigenkapitalbasis berücksichtigt werden. Dies erfordert Gewinnthesaurierungen oder eine Kapitalerhöhung.¹⁶ Gewinnthesaurierungen reduzieren die künftigen Ausschüttungen an den Eigentümer, was direkten Einfluß auf den Unternehmenswert hat. Eine Kapitalerhöhung mindert ebenfalls den Unternehmenswert, da sie eine Einzahlung des Eigentümers in das Unternehmen darstellt.

Die Eigenkapitalbasis sollte bis zu einem angemessenen Wert gestärkt werden. Fraglich ist, ab welchem Punkt die Angemessenheit gegeben ist.

¹² Der Begriff ist aus der Bankbetriebslehre übernommen. Ein Avalkredit bezeichnet die Übernahme einer Bürgschaft oder Garantie durch eine Bank für einen Kunden. Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, a.a.O., S. 336; Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Ein Handbuch, 39. Auflage, hrsg. von Kloten, N./von Stein, J. H., Stuttgart 1993, S. 486.

¹³ Vgl. Ang, J. S.: On the Theory of Finance..., a.a.O., S. 186; Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 430.

¹⁴ Vgl. ausführlich zur Rechtsform der GmbH & Co. KG Hopfenbeck, W.: Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre, 9. Auflage, Landsberg/Lech 1995, S. 144ff.; Tillmann, B./Hesselmann, M.: Handbuch der GmbH & Co. KG, 18. Auflage, Köln 1997.

¹⁵ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

¹⁶ Vgl. ebenda.

In der älteren betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich die Forderung, daß Eigen- und Fremdkapital im Verhältnis 1:1 vorhanden sein müssen.¹⁷ Hintergrund dieser Forderung war, daß bei Verlust des Fremdkapitals dieses aus den Eigenmitteln noch rückzahlbar sein muß. Dabei wird vernachlässigt, daß diese Rückzahlbarkeit nur dann gewährleistet ist, wenn Eigen- und Fremdkapital in unterschiedlichen Objekten investiert sind. Des weiteren wird nicht beachtet, daß die Aufnahme von Fremdkapital den Unternehmenswert erhöhen kann in den Fällen, in denen die Rendite einer Investition höher ist als die aufzuwendenden Fremdkapitalzinsen.¹⁸ Aus diesen Gründen ist eine starre Regel, wie die Relation 1:1 oder 1:2 - die für deutsche Verhältnisse häufig als realistischer angesehen wurde¹⁹ - für das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital als Maß für die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung abzulehnen. *Perridon/Steiner* kommen zu dem Schluß: „Eine theoretisch begründbare allgemeingültige Aussage über das „richtige“ Verhältnis von EK/FK (*Eigenkapital/Fremdkapital*, S.B.) ist nicht möglich.“²⁰ Deswegen ist bei der Unternehmensbewertung eine individuelle Prüfung der Kapitalstruktur des Unternehmens notwendig. Hinweise über die Angemessenheit von Eigenkapitalquoten können von Branchendurchschnittswerten abgeleitet werden.²¹

In der Unternehmenspraxis taucht häufig - gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen mit umfangreichem Barverkehr - das Problem der Berücksichtigung von „Schwarzgeld“ auf.²² Der Verkäufer möchte gerne, daß die Einnahmen, die bisher an den Büchern vorbei gelaufen sind, bei der Bewertung berücksichtigt werden. Dies würde den Unternehmenswert für beide Seiten erhöhen und damit den realisierbaren Preis. Für den Käufer ist die Berücksichtigung von „Schwarzgeld“ aber höchst problematisch. Zum einen müssen eventuelle steuerstraft- und haftungsrechtliche Folgen für das Unternehmen berücksichtigt werden. Zum anderen

¹⁷ Vgl. Perridon, L./Steiner, M.: *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 8. Auflage, München 1995, S. 500; Lipfert, H.: *Finanzierungsregeln und Bilanzstrukturen*, in: *Finanzierungshandbuch*, hrsg. von Janberg, H., Wiesbaden 1970, S. 68. Vgl. grundlegend zur Problematik von Finanzierungsregeln Jacob, A.-F.: *Finanzierungsregeln, Vertrauenskapital und Risikoaversion*, in: Kistner, K.-P./Schmidt, R.: *Unternehmensdynamik*, FS für Horst Albach, S. 112ff.

¹⁸ Vgl. Perridon, L./Steiner, M.: *Finanzwirtschaft...*, a.a.O., S. 500.

¹⁹ Vgl. ebenda.

²⁰ Ebenda; ähnlich auch: Süchting, J.: *Finanzmanagement*, a.a.O., S. 490.

²¹ Diese werden regelmäßig von der Deutschen Bundesbank erhoben. Vgl. Deutsche Bundesbank: *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1996*, Deutsche Bundesbank Monatsbericht, 49. Jg. (1997), Nr. 11, S. 38ff.

²² Vgl. Niehues, K.: *Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen...*, a.a.O., S. 2244.

ist es nicht nachprüfbar, ob die bisher illegal durchgeführten Geschäftsvorfälle auch legal - also mit Steuerbelastung - fortbestehen können. Aus diesen Gründen dürfen solche Geschäfte nicht in eine Unternehmensbewertung integriert werden. Wurden von den bisherigen Eigentümern übermäßig viele Geschäfte an der Steuer vorbei getätigt, verbietet sich eine Übernahme. Dies gilt insbesondere für Großunternehmen als Käufer, die einer stärkeren Kontrolle durch die Finanzbehörden unterliegen als kleinere Unternehmen.

6.2 Traditionelles Ertragswertverfahren als Ausgangspunkt

Ausgangspunkt für die Entwicklung eines Bewertungsverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen ist das allgemein formulierte traditionelle Ertragswertverfahren, wie es in Kapitel 3.5.2.2 dieser Arbeit dargestellt worden ist.

Nach herrschender Meinung in Theorie und Praxis ist das Ertragswertverfahren das bestgeeignete Verfahren zur Ableitung von Entscheidungswerten eines Unternehmens. Das DCF Verfahren, das insbesondere von der betriebswirtschaftlichen Theorie amerikanischer Prägung bevorzugt wird, scheint für kleine und mittlere Unternehmen, aufgrund seiner kapitalmarkttheoretischen Fundierung, ungeeignet (vgl. ausführlich Kapitel 3.5.2.3 dieser Arbeit).

Wie gezeigt worden ist, werden die spezifischen Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen aber vom Ertragswertverfahren - und allen anderen Verfahren der Unternehmensbewertung - nicht berücksichtigt. Aufgabe der folgenden Ausführungen ist es, diese Besonderheiten in das Ertragswertkalkül zu integrieren. Grundgleichung des Ertragswertverfahrens ist Gleichung (3.31), die hier als Gleichung (6.1) wieder eingeführt wird:

$$(6.1) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \frac{E}{(i+z) * (1+i+z)^{m+n}} + NBV$$

Möglichkeiten, die Besonderheiten von Bewertungsobjekten zu berücksichtigen, ergeben sich vor allem in der Überschußgröße E, dem Kalkulationszinsfuß i und dem zugehörigen Risikozuschlag z.

Die Personenbezogenheit bei kleinen und mittleren Unternehmen beeinflusst den Erfolg des Unternehmens. Ein guter Unternehmer wird i.d.R. mehr Erfolg mit dem

Unternehmen haben, als ein schlechter. Aus diesem Grund wird die Personenbezogenheit im Zähler berücksichtigt. Die Relevanz des unsystematischen Risikos muß demgegenüber im verwendeten Risikozuschlag zum Ausdruck kommen. Liquidation und Reproduktion von kleinen und mittleren Unternehmen stellen Wertunter- respektive Wertobergrenzen für die Entscheidungsträger dar. Aus diesem Grund werden diese Besonderheiten nicht in Gleichung (6.1) integriert, sondern als Restriktionen zusätzlich berücksichtigt. Bei all diesen Überlegungen muß immer bedacht werden, daß der Unternehmensbewerter bei kleinen und mittleren Unternehmen meist nur über wenige Daten verfügen kann und mit einem geringen Budget auskommen muß.

6.3 Modifikationen des Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen

6.3.1 Berücksichtigung der Personenbezogenheit

Als eine Besonderheit von kleinen und mittleren Unternehmen wurde der Einfluß des Eigentümer-Unternehmers auf die Geschäftstätigkeit und damit auf den Unternehmenswert identifiziert (vgl. Kapitel 2.3.1 dieser Arbeit). Im folgenden werden Modifikationen am Ertragswertverfahren vorgenommen, die das Humankapital²³ des Unternehmers im Unternehmenswert abbilden sollen.

In das Ertragswertkalkül sind zwei personenbezogene Faktoren aus Eigentümersicht zu integrieren:

- (1) Der Einfluß des Eigentümer-Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und damit auf den Unternehmenswert;
- (2) Die Vergütung des Arbeitseinsatzes des Eigentümer-Unternehmers durch laufende Auszahlungen des Unternehmens und Vorsorge zur persönlichen Alterssicherung.

²³ Insgesamt, ob bei großen oder kleinen Unternehmen, ist die Berücksichtigung des Humankapitals in der Unternehmensbewertung noch nicht sehr weit entwickelt. Vgl. Kittner, M.: „Human Resources“ in der Unternehmensbewertung, DB, 50. Jg. (1997), S. 2285ff.

Relevant für den Unternehmenswert sind daneben auch die Mitarbeiter des Unternehmens. Diese nicht-eigentümerorientierten personenbezogenen Faktoren werden im folgenden nicht weiter betrachtet, da diese Fragestellung den Rahmen der Arbeit überschreitet. Trotzdem hat der Bewerter auch die Mitarbeiter und ihren Einfluß auf den Unternehmenswert zu beachten. Das Personal wird insbesondere dann bewertungsrelevant, wenn es nach dem Unternehmensverkauf das Unternehmen verläßt.

6.3.1.1 Einfluß des Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und seine Abbildung in der Unternehmensbewertung

Für die Unternehmensbewertung sind die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse, die das Unternehmen generiert, relevant. Diese werden bei kleinen und mittleren Unternehmen durch den Eigentümer-Unternehmer geprägt. Da bei einem Unternehmensverkauf die bisher prägende Persönlichkeit ausscheidet und ein neuer prägender Unternehmer an seine Stelle tritt, ist es für die Unternehmensbewertung notwendig, bei der Prognose der Einzahlungsüberschüsse die Qualität des Unternehmers zu berücksichtigen. Die Vorhersage ist weniger schwierig für den ausscheidenden Unternehmer, da er seine unternehmerische Qualität und deren Einfluß auf den Erfolg des Unternehmens in der Vergangenheit bewiesen hat. Aus diesem Grund ist zur Grenzpreisermittlung aus Verkäufersicht eine normale Prognose des zukünftigen Unternehmenserfolges auf Basis vergangener Erfolge ausreichend. Dadurch, daß der potentielle Käufer bessere oder schlechtere unternehmerische Eigenschaften hat, ändert sich die Grenze der Kompromißbereitschaft für den Verkäufer nicht, da seine Alternative zum Verkauf die Fortführung des Unternehmens mit sich selbst als Unternehmensleiter ist. Allerdings hat die Unternehmerqualität des potentiellen Käufers Auswirkungen auf den entstehenden Transaktionsbereich und damit auf die Verhandlungen.²⁴

Anders stellt sich dies bei der Grenzpreisermittlung aus Sicht des Käufers dar. Der Käufer muß bei der Ertragsvorschau seine - in bezug auf das Kaufobjekt – noch

²⁴ Eine andere Ansicht vertritt Schildbach, T.: Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“..., a.a.O., S. 625f., der eine Einbeziehung der Unternehmerqualität des Käufers auch in die Bewertung aus Verkäufersicht fordert.

ungeprüften unternehmerischen Fähigkeiten berücksichtigen. Eine auf Basis der Vergangenheit durchgeführte Prognose kann zu Fehlbewertungen führen. Aufgrund des großen Einflusses des neuen Unternehmers kann es zu großen - mit vergangenheitsbasierten mathematisch-statistischen Prognoseverfahren nicht erfaßbaren - Entwicklungen kommen. Hat der neue Unternehmer bessere unternehmerische Qualitäten als der ausgeschiedene Unternehmer, vergrößert sich der zu erwartende Erfolg. Hat der neue Unternehmer schlechtere unternehmerische Qualitäten verkleinert sich dieser hingegen.

Diese zukünftigen Entwicklungen werden von den regelmäßig in der Unternehmensbewertung angewendeten Prognoseverfahren - Zeitreihenanalysen²⁵ und Regressionsanalysen²⁶ - nicht erfaßt. Alle vergangenheitsbasierten mathematisch-statistischen Prognoseverfahren gehen von der Prämisse aus, daß in der Vergangenheit beobachtete Erklärungsmuster des Prognosegegenstandes auch in der Zukunft wirksam sind.²⁷ Die Regelmäßigkeiten der Vergangenheit können aber durch Strukturbrüche, beispielsweise politische Ereignisse, Kursausschläge an den Finanzmärkten oder Naturkatastrophen, durchbrochen werden.²⁸ So stellte die deutsche Einheit einen für viele Unternehmen bedeutenden Strukturbruch dar.²⁹ Diese häufig exogenen Einflüsse aus Märkten und übriger Volkswirtschaft erschweren die Prognose gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen, die für die Beurteilung zukünftiger Unternehmenserfolge notwendig ist.³⁰

Die Berücksichtigung von Strukturbrüchen ist ein generelles Problem aller wirtschaftlichen Prognosen und damit aller Unternehmensbewertungen.³¹ Bei Prognosen für Unternehmensbewertungen aus Käufersicht von kleinen und mittleren Unternehmen tritt aber ein Problem hinzu. Kommt der Kauf zustande, gibt es automatisch einen Strukturbruch durch das Ausscheiden des prägenden bisherigen

²⁵ Vgl. Bamberg, G./Baur, F.: Statistik, 8. Auflage, München u.a. 1993, S. 217ff.; Neubauer, W.: Statistische Methoden, München 1994, S. 123ff.; Brockhoff, K.: Prognosen, in: Bea, F. X./Dichtl, E./Schweitzer, M. (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2: Führung, 7. Auflage, Stuttgart 1997, S. 677ff.; Thomas, R.: Quantitative methods for Business studies, London u.a. 1997, S. 222f.

²⁶ Vgl. Bamberg, G./Baur, F.: Statistik, a.a.O., S. 42ff.; Neubauer, W.: Statistische Methoden, a.a.O., S. 227ff.; Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 686ff.; Thomas, R.: Quantitative methods..., a.a.O., S. 224ff.

²⁷ Vgl. Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 655.

²⁸ Eine Liste von bedeutsamen exogenen Einflüssen der letzten 30 Jahre findet sich bei Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 87.

²⁹ Vgl. Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 655.

³⁰ Vgl. Funk, J./Börsig, C.: Treffsicherheit von Planungsprognosen und Planerreichung, ZfbF, 45. Jg. (1993), S. 554.

³¹ Vgl. Harrer, H.: Das Unsicherheitsmoment..., a.a.O., S. 309f.

Unternehmers und den Eintritt des neuen prägenden Unternehmers. Sind Strukturbrüche sonst mit dem Attribut der Unvorhersehbarkeit verknüpft³², kommt es bei Übernahmen von kleinen und mittleren Unternehmen zu einem vorhersehbaren Strukturbruch.

Gegenstand einer Prognose, die den vorhersehbaren Strukturbruch des Unternehmerwechsels berücksichtigt, sind zum einen die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse, die unter Berücksichtigung geplanter Veränderungen der Geschäftsstrategie - Investitionen und Desinvestitionen - ermittelt werden und zum anderen die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers, für den die Bewertung durchgeführt wird. Die ermittelte unternehmerische Qualität korrigiert die mit herkömmlichen Prognoseverfahren ermittelten zukünftigen Einzahlungsüberschüsse.

Zur Durchführung einer Prognose müssen zunächst Geschäftsbeziehungen und Erfolgspotentiale identifiziert werden, die nur mit dem bisherigen Unternehmens-eigner zu verwirklichen sind. Dies können Geschäftsbeziehungen sein, die mit spezifischen persönlichen Beziehungen oder Eigenschaften (Fähigkeiten, Religionszugehörigkeit³³, Ausbildung etc.) des Unternehmers verknüpft sind. Weiterhin können Geschäftsbeziehungen, die aus persönlichen Beziehungen heraus entstanden sind, in vielen Fällen nicht weitergeführt werden. Das Erkennen von solchen Geschäftsbeziehungen ist sehr schwierig und setzt eine gründliche Analyse der Geschäftsbeziehungen aufgrund der vorhandenen und für den Unternehmensbewerter zugänglichen Unterlagen voraus.

Ergibt die Überprüfung, daß der überwiegende Teil oder gar alle Geschäftsbeziehungen nur mit dem ausscheidenden Eigentümer zu realisieren sind, ist das Unternehmen nicht marktfähig³⁴ - es kann nur liquidiert werden und muß zum Liquidationswert bewertet werden. So wird zum Beispiel das Atelier eines Kunstmalers oder Schriftstellers nicht übertragbar sein, da es ohne den Eigentümer nicht überlebensfähig ist. Die Praxis, daß ein Großteil der ebenfalls sehr stark

³² Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 86.

³³ Beispielsweise muß bei einem lebensmittelchemischen Untersuchungsinstitut, das Lebensmittel daraufhin untersucht, ob Lebensmittel den jüdischen Reinheitsgeboten entsprechen (koscher sind), diese Geschäftsbeziehung dann bei der Ertragsvorschau ausgeblendet werden, wenn der potentielle Käufer nicht jüdischen Glaubens ist.

personenbezogenen freiberuflichen Praxen an Nachfolger übergeben wird, zeigt aber, daß man das Problem der Personenbezogenheit in vielen Fällen überwinden kann.³⁵

Andererseits müssen bei der Bewertung aus Käufersicht Geschäftsbeziehungen hinzugerechnet werden, die er aufgrund seiner persönlichen Verbindungen und Eigenschaften zur bisherigen Geschäftsbasis des zu bewertenden Unternehmens hinzufügen kann. Diese erhöhen die Grenze der Kompromißbereitschaft.

Neben den konkreten Geschäftsbeziehungen und ihrer Relevanz für die vorzunehmende Ertragsvorschau sind auch die allgemeinen unternehmerischen Fähigkeiten des Käufers im Vergleich mit den Fähigkeiten des ausscheidenden Unternehmers relevant. Darunter sind die Fähigkeiten zur Mitarbeitermotivation, Kundenakquisition sowie Verhandlungsgeschick, Kreativität etc. zu fassen. Verfügt der Käufer über bessere unternehmerische Fähigkeiten als der Verkäufer, muß dies mit einem Aufschlag zu den prognostizierten Einzahlungsüberschüssen berücksichtigt werden, umgekehrt ist ein Abschlag vorzunehmen, wenn der Käufer schlechtere unternehmerische Qualitäten hat als der Verkäufer.

Die unternehmerischen Qualitäten des ausscheidenden Unternehmers lassen sich anhand der vergangenen Erfolge des zu bewertenden Unternehmens beurteilen. Außerdem sind Gespräche mit Kunden und Mitarbeitern durchführbar, die über die relevanten unternehmerischen Fähigkeiten Auskunft geben können. Damit können Anhaltspunkte für die Prognose gewonnen werden. Des weiteren ergibt sich in diesen Gesprächen die Chance mögliche Verbesserungen für die zukünftige Unternehmensführung zu identifizieren.

Sehr viel problematischer ist die Bestimmung der unternehmerischen Qualität des potentiellen Käufers. War dieser bereits unternehmerisch tätig - egal ob erfolgreich oder nicht³⁶ - lassen sich Rückschlüsse auf seine unternehmerischen Fähigkeiten ziehen, indem auf die vergangene Leistung rekurriert wird.

³⁴ Vgl. Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen..., a.a.O., S. 2243; Bergamin, S.: Der Fremdverkauf einer Familienunternehmung im Nachfolgeprozess, Motive - Vorgehenskonzept - Externe Unterstützung, Bern u.a. 1995, S. 107.

³⁵ Vgl. Then Bergh, W.: Sonderheiten..., a.a.O., S. 172.

³⁶ Dabei muß eine nicht-erfolgreiche unternehmerische Tätigkeit nicht unbedingt negativ beurteilt werden, da Unternehmer eine Lernkurve entwickeln und beim zweiten Versuch durchaus besser abschneiden können. Vgl. Low, M. B./MacMillan, I. C.: Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges, Journal of Management, Vo. 14 (1988), S. 144. Vgl. zum Konzept der Erfahrungskurve Henderson, B. D.: Die Erfahrungskurve in der Unternehmensstrategie, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1986, S. 19ff.

War der potentielle Käufer bislang aber nicht unternehmerisch tätig, muß sich der Unternehmensbewerter auf andere Weise einen Eindruck vom unternehmerischen Potential machen. Als Methode kommt dafür zunächst die Dokumentenanalyse, also die Auswertung von Zeugnissen, Leistungsbeurteilungen vorheriger Arbeitgeber oder die Arbeit mit standardisierten biographischen Fragebögen in Betracht.³⁷ Diese eher unpersönlichen Methoden zur Beurteilung von unternehmerischen Qualitäten muß in jedem Fall durch persönliche Gespräche ergänzt werden, die wichtige Eindrücke zur Evaluation liefern können.³⁸ Neben das Gespräch mit dem potentiellen Käufer sollten aber auch Unterredungen mit ehemaligen Mitarbeitern, Vorgesetzten und Kunden treten.

Für diese Gespräche und Analysen benötigt der Unternehmensbewerter einen Referenzkatalog von Merkmalen, Qualifikationen und Eigenschaften von erfolgreichen Unternehmern. Anhand dieses Kataloges kann der Bewerter dann die unternehmerischen Leistungen der beiden in Rede stehenden Unternehmer beurteilen und eventuelle Zu- und Abschläge zu den prognostzierten Einzahlungsüberschüssen bemessen. Trotz vieler empirischer Untersuchungen über Merkmale von Unternehmern³⁹ fehlt bislang eine umfassende Charakterisierung von erfolgreichen Unternehmern.

Im folgenden sollen einige Anforderungen an gute Unternehmer, wie sie in der Literatur postuliert werden, dargestellt werden. Unter Anforderungen sollen Soll-Vorstellungen über die Voraussetzungen verstanden werden, die erfüllt sein müssen, um die unternehmerische Aufgabe zureichend bewältigen zu können.⁴⁰

Es ist nicht möglich, einen solchen Anforderungskatalog endgültig und allgemeingültig aufzustellen.⁴¹ Er kann für den Bewerter nur als Anhaltspunkt zur Beurteilung der unternehmerischen Qualität dienen. Eine individuelle Beurteilung der

³⁷ Vgl. Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 742.

³⁸ So auch: Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale der persönlichen Kreditwürdigkeit bei Kreditanträgen mittelständischer Unternehmen, Bank-Archiv, 38. Jg.(1990), S. 791.

³⁹ Grundlegende Studien sind: Collins, O. F./Moore, D. G./Unwalla, D. B.: The Enterprising Man, East Lansing 1964 und McClelland, D. C.: The Achieving Society, New York 1967. Für Deutschland: Klandt, H.: Aktivität und Erfolg des Unternehmensgründers. Eine empirische Analyse des mikrosozialen Umfelds, Bergisch Gladbach 1984. Übersichten über die internationalen Forschungsaktivitäten finden sich beispielsweise bei Low, M. B./Mac Millan, I. C.: Entrepreneurship, a.a.O., S. 142ff.; Sexton, D. L./Bowman, N.: The entrepreneur: A capable executive and more, Journal of Business Venturing, Vol. 1 (1985), S. 129ff.

⁴⁰ Vgl. Berthel, J.: Personal-Management, Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 3. Auflage, Stuttgart 1992, S. 109.

⁴¹ Vgl. Stevenson, H. H.: A Perspective on Entrepreneurship, in: Kao, J.: Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings, Englewood Cliffs 1989, S. 168.

einzelnen Person, der einzelnen unternehmerischen Aufgabe und dem Zusammenwirken beider sind unabdingbar. Jeder Einzelfall ist anders zu beurteilen. Folgende Ausführungen können bei einer Bewertung aber als Richtschnur hilfreich sein.

Für eine erfolgreiche Tätigkeit als Eigentümer-Unternehmer sind gute Fach- und Branchenkenntnisse von großer Wichtigkeit.⁴² Empirische Erhebungen zeigen, daß Unternehmensgründer erfolgreicher sind, wenn sie bei ihrem vorherigen Arbeitgeber ähnliche Produkte und einen ähnlichen Kundenkreis zu bedienen hatten.⁴³ Allerdings scheinen die Fachkenntnisse mit steigender Unternehmensgröße relativ weniger bedeutend zu werden. Bei größeren Unternehmen werden die allgemeinen unternehmerischen Fähigkeiten dementsprechend bedeutender.⁴⁴

Daneben erscheinen kaufmännische Kenntnisse (Finanzen, Rechnungswesen, Personalwirtschaft, Organisation, Marketing etc.) als besonders wichtig für eine erfolgreiche Unternehmensführung.⁴⁵ Dies korrespondiert mit den Erkenntnissen über die Auswirkungen des Einsatzes von betriebswirtschaftlichen Planungsinstrumenten auf den Unternehmenserfolg bei kleinen und mittleren Unternehmen (vgl. Kapitel 2.3.2 dieser Arbeit). Des weiteren zeigen Analysen von Unternehmenskonkursen oft mangelndes kaufmännisches Wissen als einen Hauptauslöser.⁴⁶

Anhaltspunkte für die Erfüllung dieser Anforderungen, auf die sich der Unternehmensbewerter stützen kann, können einschlägige Berufserfahrungen und Bildungsabschlüsse sein. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen höchstem Bildungsabschluß und Erfolg als Unternehmer umstritten.⁴⁷

⁴² Vgl. Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, in: Gründungsplanung und Gründungsfinanzierung, hrsg. von Dieterle, W. K. M. und Winckler, E.-M., 2. Auflage, München 1995, S. 10; Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 43; Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale..., a.a.O., S. 789; Klandt, H.: Erkenntnis- und gestaltungsorientierte Überlegungen zur Unternehmerperson und ihrem mikrosozialen Umfeld als Erfolgsfaktoren der Unternehmung. Ein Problemaufriß mit Orientierung auf die Unternehmergeausbildung, in: Schmude, J.: Unternehmensgründung - Beiträge zur interdisziplinären Gründungsforschung, Heidelberg 1994, S. 96.

⁴³ Vgl. Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, a.a.O., S. 10.

⁴⁴ Vgl. Bergamin, S.: Der Fremdverkauf..., a.a.O., S. 80.

⁴⁵ Vgl. Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale..., a.a.O., S. 789; Hahn, D.: Unternehmungphilosophie und Führungsorganisation in Familienunternehmungen, in: Strategische Unternehmensplanung, Strategische Unternehmensführung - Stand und Entwicklungstendenzen, 6. Auflage, herausgegeben von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 768.

⁴⁶ Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 147.

⁴⁷ Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 6 stellen einen „hochsignifikanten Zusammenhang zwischen dem Ausbildungsstand und der Unternehmensentwicklung fest.“ Dahingegen meint Klandt, H.: Gründerpersönlichkeit und Unternehmenserfolg, in: Chancen und Risiken der

Eine weitere in der Literatur häufig genannte Anforderung an erfolgreiche Unternehmer sind gute kommunikative Fähigkeiten.⁴⁸ Gute Kommunikation ist u.a. notwendig zum Auf- und Ausbau bzw. zum Erhalt von Kundenbeziehungen. Gerade bei der Übernahme eines bestehenden Unternehmens mit vorhandenen Kundenbeziehungen ist es von entscheidender Bedeutung, die Kunden von der Kontinuität der Qualität der Leistungserstellung zu überzeugen, um somit die Substanz der Unternehmung erhalten zu können. Außerdem ist es notwendig, externe Interessenten - oft als stakeholder⁴⁹ der Unternehmung bezeichnet - zu einer Unterstützung des Unternehmens zu bewegen.⁵⁰ Stakeholder, die für kleine und mittlere Unternehmen von Bedeutung sind, sind unter anderem: Mitarbeiter, Banken, Lieferanten, Genehmigungsbehörden, Nachbarn des Unternehmens und die allgemeine Öffentlichkeit. Auch hier sind die Anforderungen an die kommunikativen Fähigkeiten gerade direkt nach der Übernahme von besonderer Bedeutung.

Die Messung der kommunikativen Fähigkeiten ist äußerst schwierig. Der Bewerter kann sich lediglich in persönlichen Gesprächen mit den potentiellen Käufern und Verkäufern einen Eindruck verschaffen.

Ähnliches gilt für die Kreativität als Erfolgsfaktor für Unternehmer.⁵¹ Die Entwicklung von neuen Ideen und die Aufstellung von Visionen ist für den Unternehmer ein wichtiger Faktor, um die Unternehmung voran zu bringen und neue Marktpotentiale zu erschließen. Die Einordnung von Individuen in die Klasse „kreativ“ und „nicht kreativ“ ist allerdings ebenfalls äußerst schwierig. Ein Anhaltspunkt können

Existenzgründung, Dokumentation des Bundesministeriums für Wirtschaft Nr. 392, Bonn 1996, S. 21: „Es gibt tendenziell keine Korrelationen.“ Eine britische Studie ermittelt dahingegen durchschnittliche Erfolge von Hochschulabsolventen. Vgl. Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites. The Psychology of Entrepreneurs and Intrapreneurs, London u.a. 1994, S. 70f.

⁴⁸ Vgl. Quick, R.: Management Buy-Outs - Motive und Anforderungsprofil, WiSt, 20. Jg. (1991), S. 315; Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 800.

⁴⁹ Vgl. ausführlich Speckbacher, G.: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, DBW, 57. Jg. (1997), S. 630ff.; Eberhardt, S.: Sicherung der langfristigen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Unternehmungen mit Hilfe des modifizierten Stakeholder-Value-Ansatzes, Stuttgart 1997; Ulrich, P./Fluri, E.: Management: Eine konzentrierte Einführung, 7. Auflage, Bern u.a. 1995, S. 78f.; Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement - Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, St. Gallen 1992; Freeman, R. E.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston u.a. 1984.

⁵⁰ Vgl. Low, M. B./Srivatsan, V.: What does it mean to trust an entrepreneur?, in: International Entrepreneurship, edited by Birley, S./MacMillan, I. C., London u.a. 1995, S. 59.

⁵¹ Vgl. Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale..., a.a.O., S. 790; Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 800; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites..., a.a.O., S. 110; Kao, J.: Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings, Englewood Cliffs 1989, S. 17. Eine umfassende Erläuterung des Kreativitätsbegriffs findet sich bei Csikszentmihalyi, M.: Kreativität, Stuttgart 1997.

vergangene Tätigkeiten des Unternehmers sein, die mittels biographischer Fragebögen erfragt werden.

Aus der psychologischen Forschung⁵² stammt die Erkenntnis, daß erfolgreiche Unternehmer einen hohen „need for achievement“⁵³ und einen „internal locus of control“⁵⁴ haben. Letzteres bedeutet, daß der Unternehmer der Ansicht ist, daß er selber etwas verändern kann und sein Erfolg oder Mißerfolg nicht ferngesteuert ist durch andere Personen. Ersteres bedeutet, daß erfolgreiche Unternehmer ein hohes Verlangen nach Erfolg und den damit verbundenen Belohnungen monetärer, aber auch nicht-monetärer Art, haben. Die Messung dieser Motivationen bedient sich der Methoden der Psychologie und der empirischen Sozialforschung.⁵⁵ Mit der Anwendung dieser Meßmethoden wäre ein Bewerter überfordert, sie würden auch den Rahmen einer betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertung sprengen. Trotzdem sollte der Bewerter in der Beurteilung der Unternehmerqualität die Frage der Motivation nicht aussparen, sondern sie in den Gesprächen mit potentiellern Käufer und Verkäufer zu ergründen versuchen.

Für den Unternehmer ist der Umgang mit Risiko von besonderer Bedeutung (vgl. beispielsweise die Definition des Unternehmers von *Cantillon* in Kapitel 2.3.1 dieser Arbeit). Die Art und Weise, in der der Umgang mit Risiko erfolgt, ist demnach auch ein Faktor für den Erfolg eines Unternehmers. Dabei wird aber i.d.R. weniger Risikofreude als Erfolgsrezept angesehen, sondern das Eingehen von kalkulierbaren Risiken bzw. eine Risikotoleranz.⁵⁶ Ein erfolgreicher Unternehmer ist danach Risiken gegenüber aufgeschlossen und bereit, sie einzugehen. Allerdings wird er versuchen durch Sammeln von Informationen und durch Absicherungsstrategien das Risiko zu minimieren. Indikatoren für die Beurteilung des Umgangs mit Risiko können wiederum vergangene Tätigkeiten und Ereignisse in der Biographie des Unternehmers sein. Ein weiterer Anhaltspunkt ist aber auch der Umgang mit der bevor stehenden Unternehmenstransaktion. Je nachdem, mit welchen Finanzierungs-

⁵² Vgl. McClelland, D.: The Achieving Society, a.a.O., S. 259ff.

⁵³ Hohes Bedürfnis nach Errungenschaften.

⁵⁴ Interner Ort der Kontrolle.

⁵⁵ Vgl. zur Messung dieser Motive McClelland, D.: The Achieving Society, a.a.O., S. 36ff.

⁵⁶ Vgl. Chell, E./Haworth, J./Brearley, S.: The entrepreneurial personality..., a.a.O., S. 42; Klandt, H.: Gründerpersönlichkeit und Unternehmenserfolg, a.a.O., S. 19; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites, a.a.O., S. 136; Delmar, T.: Zum Risiko-Management des Unternehmers - Eine exploratorische Studie über unternehmerischen Erfolg und Mißerfolg, IGA, 44. Jg. (1996), S. 25; Pleitner, H. J.: Beobachtungen und

vorstellungen und Geschäftsplänen der potentielle Käufer versucht den Kauf zu

bewerkstelligen, lassen sich Rückschlüsse auf die Risikoneigung und den Umgang mit Risiko ziehen. Man kann allerdings vermuten, daß risikofreudige Unternehmer seltener einen Unternehmensbewerter in die Vorbereitung der Transaktion einschalten. Mithin ist schon das Einschalten des Bewerter ein Indiz für einen vernünftigen Umgang mit Risiko.

Daneben wird es von der Literatur als wichtig erachtet, daß der Unternehmer willens und auch physisch in der Lage ist, viel zu arbeiten.⁵⁷ Gerade zu Beginn der unternehmerischen Tätigkeit sind vielfältige und aufwendige Aufgaben zu erfüllen, die lange Arbeitszeiten erforderlich machen. Eng mit diesem Punkt verbunden ist die Unterstützung im Privatleben, die ebenfalls von vielen Autoren als Erfolgsfaktor angesehen wird.⁵⁸ Nur wenn die Unterstützung im Privatleben gegeben ist, kann sich der Unternehmer auf seine neue und arbeitsintensive Tätigkeit im Unternehmen konzentrieren. Der Bewerter muß sich, um einen korrekten Grenzpreis ermitteln zu können, folglich auch mit dem persönlichen Umfeld seines Mandanten befassen.

Tabelle 6.1 faßt die hier dargestellten Charakteristika von erfolgreichen Unternehmern und mögliche Indikatoren für deren Ausprägung noch einmal in Form einer Checkliste, wie sie ein Bewerter bei der Durchführung einer Unternehmensbewertung als Grundlage zur Beurteilung der Unternehmerqualität benutzen könnte, zusammen.

Der Bewerter sollte die Checkliste auf zwei Personen anwenden: auf den potentiellen Käufer und den potentiellen Verkäufer. Dies ist notwendig, um die für die Korrektur der zukünftigen Erträge notwendige Differenz der Unternehmerqualität zu bewerten. Seinen Eindruck von den unternehmerischen Fähigkeiten trägt der Bewerter auf einer 7er-Skala in aufsteigender Reihenfolge ab (1 = keine Fähigkeiten, 7 = sehr gute Fähigkeiten). Die Einschätzungen des Bewerter sind subjektiv, man kann aber davon ausgehen, daß mit zunehmender Erfahrung des Bewerter die Urteile immer treffsicherer werden.

⁵⁷ Vgl. Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 43; Bergamin, S.: Der Fremdverkauf..., a.a.O., S. 80; Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, a.a.O., S. 16; Quick, R.: Management Buy-Outs..., a.a.O., S. 315; Hatzig, C.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 53; Pleitner, H. J.: Beobachtungen und Überlegungen..., a.a.O., S. 516.

⁵⁸ Vgl. Klandt, H.: Erkenntnis- und gestaltungsorientierte Überlegungen..., a.a.O., S. 96; Hatzig, C.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 54; Quick, R.: Management Buy-Outs..., S. 315; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites..., a.a.O., S. 138.

Merkmal	Indikator	Ausprägung nach subjektiver Einschätzung des Bewerter
Fachkenntnisse und Branchenerfahrung	Berufserfahrung, Ausbildung	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kaufmännische Kenntnisse	Berufserfahrung, Ausbildung	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kommunikative Fähigkeiten	persönliche Gespräche mit dem Unternehmer und bisherigen Geschäftspartnern	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kreativität	vergangene Tätigkeiten, biographischer Fragebogen, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
„need for achievement“	Gespräche mit dem Unternehmer	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
„internal locus of control“	Gespräche mit dem Unternehmer	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Risikotoleranz und Risikominimierung	biographischer Fragebogen, Umgang mit der Unternehmenstransaktion, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Bereitschaft und Fähigkeit, viel zu arbeiten	Gespräche mit dem Unternehmer und seinem Umfeld, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Unterstützung im Privatleben	Gespräche mit dem Unternehmer und seinem privaten Umfeld	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7

Tab. 6.1: Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität

Problematisch ist die Gewichtung der einzelnen Merkmale aus der Checkliste. Eine Gleichgewichtung erscheint fraglich, da Fachkenntnisse und kaufmännische Fähigkeiten von ganz entscheidender Bedeutung für die unternehmerische Arbeit sind. Diese können aber auch dadurch ausgeglichen werden, daß diese bereits in dem Unternehmen vorhanden sind und der Unternehmer mit guten kommunikativen Fähigkeiten in der Lage ist, diese Mitarbeiter zu fördern und richtig einzusetzen. Daher muß die Gewichtung von dem Bewerter für den Einzelfall – abhängig von den in der Unternehmung vorhandenen Potentialen, der Branche, den relevanten Märkten und den externen Interessenten - vorgenommen werden. Dies kann geschehen in Gesprächen mit dem potentiellen Verkäufer und Geschäftspartnern der Unternehmung.

Hat der Bewerter seine Einschätzung der unternehmerischen Qualitäten des ausscheidenden und des einsteigenden Unternehmers aufgestellt, muß er dieses

Ergebnis in die Ertragsvorschau einarbeiten. Ist die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers signifikant besser als die des ausscheidenden Unternehmers, wird dies dazu führen, daß die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse sich mittelfristig erhöhen werden. Der Bewerter muß diesen Effekt in der Ertragsvorschau durch einen Zuschlag zu den zukünftigen Einzahlungsüberschüssen berücksichtigen. Dies führt zu einem höheren Unternehmenswert für den potentiellen Käufer, der seinen Spielraum in den Kaufverhandlungen erhöht.

Ist die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers dahingegen signifikant schlechter, wird sich zu den Friktionen, die mit dem Unternehmerwechsel verbunden sind, noch ein mittelfristiger Rückgang der Einzahlungsüberschüsse gesellen. Dies muß in einem Abschlag bei der Ertragsvorschau berücksichtigt werden, was zur Folge hat, daß der Unternehmenswert aus Käufersicht geringer wird. Der Preis, den er maximal für das Unternehmen bezahlen kann, wird geringer, sein Verhandlungsspielraum eingeengt.

Ergeben sich keine signifikanten Unterschiede zwischen dem Käufer und dem Verkäufer des Unternehmens, ist eine Prognose aufgrund von Vergangenheitsdaten - unter Berücksichtigung der Friktionen des Unternehmerwechsels - möglich und sinnvoll. Zu- oder Abschläge sind in diesem Fall nicht notwendig.

Die hier vorgeschlagene Methodik der Berücksichtigung der Unternehmerqualität in der Unternehmensbewertung soll die Sensibilität des Bewerter für die personenbezogenen Einflüsse des Unternehmers erhöhen. Sie gibt Anhaltspunkte für die praktische Umsetzung mittels der Checkliste aus Tabelle 6.1. Die tatsächliche Quantifizierung der genannten personenbezogenen Merkmale ist allerdings noch nicht gelöst, hierzu sind noch erhebliche empirische Arbeiten notwendig, die die Faktoren, die Unternehmer erfolgreich machen, ermitteln und den konkreten Einfluß quantifizieren.

Eine empirische Erhebung, die das Ziel hat, die Bedeutung des Unternehmers für den Unternehmenserfolg zu quantifizieren, sollte an Unternehmen ansetzen, bei denen sich ein Unternehmerwechsel in der Vergangenheit vollzogen hat. Dann können die Einflüsse des alten und des neuen Unternehmers erfaßt werden. Zur Identifikation solcher Unternehmen bieten sich die Veröffentlichungen der Industrie- und

Handelskammern an, in denen Unternehmen zum Verkauf angeboten werden.⁵⁹ Hier annoncieren ausscheidungswillige mittelständische Unternehmer ihr Unternehmen, so daß sich eine große Menge von Untersuchungsobjekten aus dem Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen identifizieren läßt.

Im nächsten Schritt der Untersuchung müssen Gespräche mit dem ausgeschiedenen und dem übernehmenden Unternehmer geführt werden. Beide müssen hinsichtlich ihrer Unternehmerqualität charakterisiert werden. Dazu kann die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität (Tabelle 6.1) als Maßstab herangezogen werden. Anschließend muß der Erfolg des Unternehmens mit den Charakteristika der Unternehmer verglichen werden. Der Erfolg des Unternehmens kann dabei mit Daten des Rechnungswesens festgestellt werden. Es empfiehlt sich, diese Daten direkt in die Zielgröße der Unternehmensbewertung, Einzahlungsüberschüsse, umzuwandeln (vgl. Tabelle 3.3). Damit sind auch außerordentliche Aufwendungen und Erträge des Betrachtungszeitraums aus der Untersuchung ausgeschlossen.

Um den Einfluß des Unternehmers aus der Vielzahl der Erfolgsfaktoren, die auf das Unternehmen einwirken, zu isolieren, muß ein Vergleich mit der Entwicklung anderer Unternehmen derselben Branche erfolgen. Branchenreports, auf die zu diesem Zweck zurückgegriffen werden kann, werden von verschiedenen Institutionen veröffentlicht.⁶⁰ Dann werden nur noch über- bzw. unterdurchschnittliche Erfolge im Vergleich zur Branche auf die Person des Unternehmers zurückgeführt. Problematisch bleibt dabei, daß eine völlige Isolierung des Faktors „Personenbezogenheit“ nicht möglich sein wird. Mit dem Rückgriff auf Daten der Branche können Ereignisse, die auf das untersuchte Unternehmen Einfluß haben aber nicht auf den Unternehmer zurückzuführen sind, nicht ausgeschlossen werden. Solche Ereignisse sind beispielsweise das Ausscheiden von Mitarbeitern, unerwartete Aufträge, Insolvenz von bedeutenden Kunden etc.

Für die Zwecke der Unternehmensbewertung empfiehlt sich eine Anlehnung an das Phasenschema des Instituts der Wirtschaftsprüfer (vgl. Kapitel 3.5.2.2.3). Insofern reicht es aus, die drei Jahre vor dem Unternehmerwechsel, also die letzten drei Jahre

⁵⁹ Vgl. für die Kammerbezirke Flensburg und Kiel die monatlich erscheinende Rubrik „Wirtschaftskontakte“ in der Zeitschrift WNO - Wirtschaft zwischen Nord- und Ostsee und für ganz Deutschland das Internet Angebot der Industrie- und Handelskammern unter <http://www.ulm.ihk.de/scripts/exi/edat.asp> (Stand: Oktober 1998).

⁶⁰ Vgl. beispielsweise die jährlich erscheinenden Betriebsvergleiche der Rationalisierungs-Gemeinschaft Handwerk Schleswig-Holstein.

unter der Verantwortung des ausgeschiedenen Unternehmers, und die drei Jahre nach dem Unternehmerwechsel, also die ersten drei Jahre unter dem neuen Unternehmer, zu betrachten.

Hat man genügend Einzeldaten über Charakteristika von Unternehmern und resultierenden Unternehmenserfolg gesammelt, können in einem nächsten Schritt mit Hilfe der Faktorenanalyse⁶¹ Charakteristika identifiziert werden, die einen gleichgerichteten Einfluß auf den realisierten Unternehmenserfolg haben. Damit kann die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität (Tabelle 6.1) auf Merkmale mit unterschiedlichen Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg reduziert werden, da Interdependenzen zwischen einzelnen Charakteristika berücksichtigt werden.

Aus den ermittelten Merkmalskombinationen und ihren Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg können dann verschiedene Gruppen gebildet werden (Unternehmer mit dieser Merkmalskombination haben jenen Einfluß auf den Unternehmenserfolg). Als Methode zur Aufdeckung von Gruppen bietet sich das multivariate Verfahren der Clusteranalyse⁶² an. Damit wäre das Ziel der vorzunehmenden empirischen Erhebung erreicht: Es sind Gruppen von Unternehmern mit gleichgerichteten Charakteristika identifiziert worden und deren Einfluß auf die Entwicklung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens mit Hilfe des Rechnungswesens ermittelt worden.

Es wäre wünschenswert, wenn eine derartige empirische Erhebung durchgeführt werden könnte und damit die Berücksichtigung der Unternehmerqualität in einem Unternehmensbewertungskalkül empirisch fundiert geschehen könnte.

⁶¹ Vgl. Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P.: Marktforschung. Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, 7. Auflage, Wiesbaden 1996, S. 219ff.; Meffert, H.: Marketingforschung und Käuferverhalten, 2. Auflage, Wiesbaden 1992, S. 257ff.; Überla, K.: Faktorenanalyse, Berlin u.a. 1972; Backhaus, K./Erichson, B. et al.: Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 7. Auflage, Berlin u.a. 1994, S. 188ff.; Harman, H. H.: Modern Factor Analysis, 3rd Edition, Chicago 1976; Aaker, D. A./Day, G. S.: Marketing Research, 4th Edition, New York 1990, S. 543ff.

⁶² Vgl. Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P.: Marktforschung, a.a.O., S. 228ff.; Meffert, H.: Marketingforschung, a.a.O., S. 267ff.; Backhaus, K./Erichson, B. et al.: Multivariate Analysemethoden, a.a.O., S. 260ff.; Aaker, D. A./Day, G. S.: Marketing Research, a.a.O., S. 583ff.; Everitt, B.: Cluster Analysis, 2nd Edition, London 1980; Aldendorfer, M. S./Blackfield, R. K.: Cluster Analysis, West Hillcrest 1984.

6.3.1.2 Bemessung des Unternehmerlohns

Bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen. Dies findet seine Begründung darin, daß die Alternative zur Unternehmenstransaktion, die im Kalkül betrachtet wird, keinen Arbeitseinsatz erfordert. Die Einzahlungen aus einer Anlage am Kapitalmarkt fließen ohne Arbeitsleistungen des Investors. Bei der Übernahme einer tätigen Beteiligung an einem Unternehmen ist dies anders. Daher erfordert der Kapitalisierungszinssatz im Nenner von Gleichung (6.1) nur den Einsatz von Kapital, während die Einzahlungsüberschüsse im Zähler sowohl Arbeits- als auch Kapitaleinsatz bedingen. Mit dem Ansatz eines Unternehmerlohns wird der Arbeitseinsatz aus den Einzahlungsüberschüssen im Zähler wieder herausgerechnet, so daß die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmenstransaktion und alternativer Kapitalanlage hergestellt wird.⁶³

Der Unternehmerlohn ist dabei von der zuvor diskutierten Unternehmerqualität zu unterscheiden. Die Unternehmerqualität drückt den Einfluß des neuen Unternehmers auf die von dem gesamten Unternehmen zu erwirtschaftenden Einzahlungsüberschüsse aus. Der Unternehmerlohn macht hingegen Unternehmenstransaktion und Anlage am Kapitalmarkt vergleichbar.

Das Problem der Bemessung des Unternehmerlohns tritt bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften in vielen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen auf, da hier das Entgelt für den Arbeitseinsatz des Unternehmers ein Bestandteil des Gewinnes ist.⁶⁴ Anders ist es bei Kapitalgesellschaften, bei denen Geschäftsführer bzw. Vorstände ein Gehalt beziehen und der Gewinn erst nach Abzug dieser Aufwendungen ermittelt wird. Aus diesem Grund muß bei der Erfolgsbeurteilung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften ein kalkulatorischer Unternehmerlohn auch im internen Rechnungswesen zum Ansatz kommen.

Dies ist auch bei der Unternehmensbewertung von Unternehmen dieser Rechtsform durchzuführen. Die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse müssen um den kalkulatorischen Unternehmerlohn gekürzt werden. Dabei sollte die Höhe nach den Opportunitätskosten bemessen werden. Würde der potentielle Unternehmenskäufer auf die Unternehmenstransaktion verzichten, könnte er einer angestellten Tätigkeit

⁶³ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 176; Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 71.

⁶⁴ Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte..., a.a.O., S. 171.

nachkommen. Insofern ist die Summe, die der Unternehmer bei einer angestellten Tätigkeit verdienen würde, als kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen.⁶⁵ Dabei ist darauf zu achten, daß die herangezogene angestellte Tätigkeit hinsichtlich Qualität und Intensität der neu aufzunehmenden unternehmerischen Tätigkeit entspricht.⁶⁶ Des weiteren sind bei dem Ansatz des Lohnes auch die mit einer angestellten Tätigkeit verbundenen Sozialleistungen, insbesondere die Alterssicherung, zu berücksichtigen. Sie sind Bestandteil des Lohnes (inklusive der Arbeitgeberanteile) und müssen folglich in den kalkulatorischen Unternehmerlohn eingerechnet werden.⁶⁷

Neben dem Unternehmerlohn sind auch für ehemals unentgeltlich mithelfende Familienangehörige Personalaufwendungen in Ansatz zu bringen, da diese Tätigkeiten künftig über den Arbeitsmarkt nachgefragt werden müssen.

Der Ansatz des kalkulatorischen Unternehmerlohns erfüllt neben der Herstellung der Äquivalenz zwischen Kapitalanlage und Unternehmensinvestition auch die Funktion, die private Lebensführung des potentiellen Käufers, einschließlich der Altersversorgung, sicherzustellen. Dies ist in der Übernahmephase für derivative Existenzgründer ein wichtiger Faktor, da in der Gründungsphase oftmals nur sehr geringe Entnahmen möglich sind, die private Lebensführung trotzdem gesichert sein muß. Dies muß im Unternehmerlohn berücksichtigt werden.

Bei Kapitalgesellschaften ist das bislang gezahlte Geschäftsführergehalt auf seine Angemessenheit hin zu überprüfen. Maßstab sind dabei wiederum die als Angestellter realisierbaren Zahlungsströme. Hierbei ist zu beachten, daß beim Ansatz des Unternehmerlohns auch der Grundsatz der Subjektivität gilt. Die Opportunitätskosten unterscheiden sich möglicherweise bei Käufer und Verkäufer. Damit kann das bisher für den Geschäftsführer gezahlte Gehalt durchaus für den Verkäufer angemessen gewesen, für den potentiellen Käufer aber zu hoch bzw. zu niedrig sein.

⁶⁵ Vgl. Goetzke, W.: Bewertung..., a.a.O., S. 534; Wagner, F. W./Nonnenmacher, R.: Die Abfindung bei der Ausschließung aus einer Personengesellschaft. Besprechung der Entscheidung des BGH vom 12.2.1979, ZGR, 10. Jg. (1981), S. 677; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 177.

⁶⁶ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 177.

⁶⁷ Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 56.

Bei dieser Angemessenheitsprüfung sind auch bislang gezahlte Nebenleistungen einzubeziehen.⁶⁸ Dies kann beispielsweise die Privatnutzung eines Dienstwagens oder einer Dienstwohnung sein. Durch solche eigentlich privaten Aufwendungen, die aber durch das Unternehmen getragen werden, können leicht überhöhte Erträge als Geschäftsführergehalt entstehen, die dann bei der Unternehmensbewertung gekürzt werden müssen. Obwohl auch der neue Eigentümer das Recht hat, sich Nebenleistungen zu gewähren⁶⁹, muß er diese aus dem Unternehmerlohn - bis zur Höhe der Opportunitätskosten - herausrechnen. Tut er dies nicht, mindert er seinen Grenzpreis und schränkt seinen Verhandlungsspielraum unnötig ein. Auch wenn es dem Käufer gleichgültig ist, ob er eine Einzahlung als Geschäftsführergehalt oder als Gewinnausschüttung erhält, müssen diese Nebenleistungen demnach bei der Unternehmensbewertung zu den Einzahlungsüberschüssen gerechnet werden.

Analog ist bei der Bewertung aus Verkäufersicht ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen. Für den Verkäufer stellt der bislang gewährte Unternehmerlohn bzw. das Geschäftsführer- oder Vorstandsgehalt einen Erfolgsstrom dar, auf den er bei einem Unternehmensverkauf verzichtet. Ausgangspunkt ist dabei dessen bisherige Höhe inklusive Nebenleistungen (Dienstwagen, Dienstwohnung und ähnliches). Maßstab für die Angemessenheit müssen auch hier wiederum die Opportunitätskosten, also der alternativ realisierbare Lohn, sein.

Nach Ansicht von *Barthel* besteht die Gefahr, „daß der Unternehmerlohn den Unternehmenswert dominiert.“⁷⁰ Durch den Ansatz von realistischen Geschäftsführergehältern, die dem Opportunitätsgedanken Rechnung tragen, würden häufig negative Zukunftserfolge entstehen. Da für diese Unternehmen trotzdem positive Preise am Markt realisiert werden, sei der Ansatz eines Unternehmerlohns fraglich.⁷¹ Hierbei wird die Erkenntnis vernachlässigt, daß bei personenbezogenen kleinen und mittleren Unternehmen nicht-monetäre Ziele, die mit dem Unternehmen realisiert werden sollen, von Bedeutung sind (vgl. Kapitel 4.1.3 dieser Arbeit). Der potentielle Käufer ist dann bereit auf monetäre Leistungen (den Unternehmerlohn) zu verzichten, wenn er mit dem Unternehmen nicht-monetäre Ziele verwirklichen

⁶⁸ Vgl. Helbling, C.: Bewertung von KMU..., a.a.O., S. 936.

⁶⁹ Vgl. Schubert, W./Barenbaum, L.: Control Premiums and the Value of the Closely-Held Firm, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1 (1991/92), S. 156.

⁷⁰ Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Der Markt..., a.a.O., S. 1146.

⁷¹ Vgl. ebenda.

kann. Diese metaökonomischen Erfolgsströme kürzen den monetären Unternehmerlohn. In Extremfällen könnte dies dazu führen, daß ein negativer Unternehmerlohn angesetzt werden muß.

Problematisch bei der Berücksichtigung nicht-monetärer Zielbeiträge ist deren Quantifizierung. Das Bewertungssubjekt muß in der Lage sein, nicht-monetäre Größen, wie das Streben nach Unabhängigkeit, zu monetarisieren, um sie praktikabel in einer Unternehmensbewertung berücksichtigen zu können. Die Korrektur des Unternehmerlohns um nicht-monetäre Zielbeiträge ist für den Bewerter alleine nicht lösbar. Das Bewertungssubjekt muß seine Zielstrukturen offenbaren und den Grad der Zielerreichung mit dem Unternehmen in Geldgrößen transformieren. Dies ist sowohl bei dem potentiellen Käufer oder Verkäufer abzufragen. Der Käufer wird i.d.R. mit dem Unternehmenserwerb zukünftig auch nicht-monetäre Ziele realisieren können. Er wird daher bereit sein, einen Abschlag vom Unternehmerlohn hinzunehmen. Währenddessen wird der Verkäufer i.d.R. mit dem Verkauf auf die Erfüllung von nicht-monetären Zielen verzichten, was einen Aufschlag zum Unternehmerlohn nötig machen würde.

Für den Bewerter ist es von erheblicher Bedeutung, das Vorhandensein von nicht-monetären Zielsetzungen seines Mandanten zu kennen und in den Beratungen danach zu fragen. Die Berücksichtigung der metaökonomischen Erfolge, die mit dem Unternehmen für die Bewertungsparteien zu erzielen sind, kann zu erheblichen Abweichungen von dem rein monetäre Zielsetzungen berücksichtigenden Wert führen. Bei ausschließlichen Ansatz des monetären Ziels würde - bei Vorliegen von metaökonomischen Zielsetzungen bei den Bewertungsparteien - die Bewertung zu einer schlechten Entscheidungsgrundlage führen, die eventuell irrationale Entscheidungen zur Folge hat.

Tabelle 6.2 faßt abschließend die Berücksichtigung des Unternehmerlohns für Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen und Kapitalgesellschaften aus Käufer- und Verkäufersicht zusammen.

Berücksichtigung des Unternehmerlohns

	Käufersicht	Verkäuferseite
Einzelunternehmen und Personengesellschaften	• Ansatz des in angestellter Tätigkeit realisierbaren Lohnes (inklusive Sozialabgaben) • Berücksichtigung meta-ökonomischer Zielsetzungen i.d.R. durch Abschlag zum Unternehmerlohn	• Ansatz des bisher gewährten Unternehmerlohns mit dem in einer angestellten Tätigkeit realisierbarem Lohn als Maßstab • Berücksichtigung meta-ökonomischer Zielsetzungen i.d.R. durch Aufschlag zum Unternehmerlohn
Kapitalgesellschaften	Überprüfung der Angemessenheit und ggfs. Korrektur des Geschäftsführer- bzw. Vorstandsgehalts inklusive Nebenleistungen und nicht-monetärer Beiträge mit dem alternativ realisierbaren Lohn als Maßstab.	Ansatz des bisher gezahlten Geschäftsführer- bzw. Vorstandsgehalts inklusive Nebenleistungen und nicht-monetärer Beiträge mit dem alternativ erzielbaren Lohn als Maßstab.

Tab. 6.2: Berücksichtigung des Unternehmerlohns bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen

6.3.2 Berücksichtigung des spezifischen Risikos von kleinen und mittleren Unternehmen

Das Problem der Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung hat den gleichen Zweck wie die Berücksichtigung des Unternehmerlohnes, nämlich die Vergleichbarkeit von Zähler und Nenner. Der Zähler aus Formel (6.1) ist risikobehaftet: Die Einzahlungsüberschüsse aus dem Unternehmen sind unsicher. Demgegenüber ist der Nenner risikolos: Die Einzahlungen aus der Anlage am Kapitalmarkt sind „quasi-sicher“. Um die Vergleichbarkeit zwischen beiden wieder herzustellen, gibt es zwei Möglichkeiten. Zum einen kann der Zähler in risikolose Größen umgewandelt werden. Dies wäre mit der Methode der Sicherheitsäquivalente⁷², bei der die zu den unsicheren Einzahlungen aus dem Unternehmen nutzenäquivalenten sicheren Einzahlungen im Zähler stehen, möglich.

⁷² Vgl. Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit und ausführlicher Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 218ff.

Zum anderen kann man den Nenner in sein Risikoäquivalent umformen, dadurch, daß man - bei angenommener Risikoscheu des Entscheidungsträgers - einen Risikozuschlag zum quasi-sicheren Zinsfuß hinzurechnet.⁷³ Letzteres ist die in der Praxis am häufigsten angewandte Methode⁷⁴, die auch hier weiter verfolgt werden soll.

Kann man auf Daten vom Kapitalmarkt zurückgreifen, läßt sich das Risiko des zu bewertenden Unternehmens modellhaft nachvollziehen. Der Kapitalmarkt hält dafür eine Einschätzung bereit. Wie in Kapitel 3.5.2.3.2 dargestellt, ist die Übertragung dieser Kapitalmarkteinschätzungen auf kleine und mittlere, nicht am Kapitalmarkt notierte Unternehmen aus theoretischen (nicht Übertragbarkeit der Prämissen der Kapitalmarkttheorie) und praktischen (Probleme bei der Datenbeschaffung) Gründen äußerst problematisch. Es muß also eine andere Methodik der Risikoberücksichtigung gefunden werden.

Alle anderen Methoden der Bemessung eines Risikozuschlags werden stark kritisiert, da sie vom Entscheidungsträger subjektiv bestimmt werden und intersubjektiv nicht nachvollziehbar sind.⁷⁵ So unbefriedigend die mangelnde Nachvollziehbarkeit aus wissenschaftlicher Sicht ist, erscheint doch gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen die individuelle Risiko(ab)neigung des Entscheidungsträgers - die bei Großunternehmen mit großem Eigentümerkreis gar nicht ermittelbar wäre - für die Bewertung relevant zu sein. Da der Eigentümer-Unternehmer stärker mit dem Unternehmen verwoben ist, ist auch seine subjektive Risikoeinstellung relevant. Des weiteren ist, wie in Kapitel 3.5.2.2.2 erläutert, die Plausibilität eines Risikozuschlages sehr wohl nachzuvollziehen. Aus diesen Gründen wird im folgenden die subjektive Bemessung des Risikozuschlages erläutert.

⁷³ Die Methode des Risikozuschlags geht zurück auf Lindahl, E.: The Concept of Income, in: Economic Essays in Honour of Gustav Cassel, London 1933, S. 400ff. Kritisch zur Berücksichtigung des Risikos im Kalkulationszinsfuß: Schneider, D.: Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6. Auflage, Wiesbaden 1990, S. 435ff.

⁷⁴ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 234; Siepe, G.: Kapitalisierungszinssatz und Unternehmensbewertung, WPg, 51. Jg. (1998), S. 327.

⁷⁵ Vgl. z.B. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 232; Schneider, D.: Investition..., a.a.O., S. 435ff.; derselbe: Marktwertorientierte Unternehmensrechnung: Pegasus mit Klumpfuß, DB, 51. Jg. (1998), S. 1477f.; Hax, H.: Investitionstheorie, 5. Auflage, Heidelberg 1993, S. 134 mit weiteren Nachweisen.

Dem Investor wird die unsichere Zahlungsreihe aus dem Unternehmen und dessen Erwartungswert vorgelegt. Aus der Zahlungsreihe kann der Investor die Streuung der Einzahlungen um den Erwartungswert erkennen. Nun kann der Investor, abhängig von seiner individuellen Risikoeinstellung und der unsicheren Zahlungsreihe, einen Risikozuschlag benennen. Dieser ist zwar nicht objektiv zu berechnen, kann aber auf seine Plausibilität überprüft werden. Dazu ist es erforderlich, daß der Investor neben seinem Risikozuschlag auch die sicherheitsäquivalenten Unternehmenserträge für die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge nennt (das Verfahren wurde ausführlich in Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit dargestellt). Unter Berücksichtigung der Berechnung von logischen Grenzen für Risikozuschläge und der besonderen Bedeutung der Subjektivität der Bewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen erscheint die Methode der subjektiven Risikozuschläge trotz der gewichtigen Kritikpunkte am geeignetsten zu sein.

Die moderne Theorie der Finanzierung teilt das Risiko von Investitionen in ein systematisches Risiko, ausgelöst durch die Investition in risikobehaftete Märkte, und ein unsystematisches Risiko, ausgelöst durch spezifische Risiken des betrachteten Unternehmens.⁷⁶ Das unsystematische Risiko kann durch Diversifikation in verschiedene Anlagen ausgeglichen werden. Diese Voraussetzung ist bei personenbezogenen kleinen und mittleren Unternehmen nicht erfüllt. Eigentümer und potentielle Käufer, sofern es sich um angehende Eigentümer-Unternehmer handelt, haben in der Regel kein diversifiziertes Portefeuille. Sie haben ihr Finanzkapital und auch ihr Humankapital in dem Unternehmen gebunden und sind damit dem unsystematischen Risiko ausgesetzt.

Seien Frau Müller und Herr Schmidt zwei identische Investoren, die sich einzig durch den Grad der Diversifikation ihres Vermögens unterscheiden. Beide wollen das Unternehmen XYZ GmbH erwerben. Die XYZ GmbH würde für beide Investoren

⁷⁶ Vgl. z.B. Brealey, R. A./Myers, S. C.: Principles..., a.a.O., S. 173ff.

folgende unsichere Zahlungsreihe erwirtschaften (um die Darstellung einfach zu halten, werden nur zwei Szenarien und 3 Jahre betrachtet):

Jahr	1	2	3
Szenario I $p = 0,5$	50	100	150
Szenario II $p = 0,5$	0	40	80
Erwartungswert	25	70	115

Tab. 6.3: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe der XYZ GmbH für Frau Müller und Herrn Schmidt

Frau Müller wird nach dem Unternehmenskauf ihr ganzes Kapital, inklusive des Humankapitals, in der XYZ GmbH gebunden haben, während Herr Schmidt noch über ein Portefeuille in Wertpapieren verfügt, welches ihm in den zwei Szenarien Einzahlungen gemäß Tabelle 6.4 gewährt. Die Depotzusammenstellung durch Herrn Schmidt erfolgte so, daß möglichst Wertpapiere erworben wurden, die keine Korrelation mit dem Erfolg der XYZ GmbH aufwiesen.

Jahr	1	2	3
Szenario 1 $p = 0,5$	20	20	20
Szenario 2 $p = 0,5$	60	60	60
Erwartungswert	40	40	40

Tab. 6.4: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Wertpapierportefeuille von Herrn Schmidt

Für Herrn Schmidt ergibt sich folgende kombinierte Zahlungsreihe für sein Gesamtvermögen:

Jahr	1	2	3
Szenario 1 $p = 0,5$	70	120	170
Szenario 2 $p = 0,5$	60	100	140
Erwartungswert	65	110	155

Tab. 6.5: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Gesamtvermögen von Herrn Schmidt

Die Diversifikation führt dazu, daß Herr Schmidt insgesamt eine geringere Streuung seiner Einzahlungen, erwarten kann. Die Streuung der Einzahlungen, die Frau Müller zu erwarten hat (Tabelle 6.3) ist sehr viel höher als bei den Einzahlungen, die Herrn Schmidt erwarten. Die bewußte Diversifikation durch Herrn Schmidt hat zu einer erheblichen Reduktion der Variabilität geführt. Herr Schmidt wird bei identischer Risikoeinstellung - wie vorausgesetzt - einen niedrigeren Risikozuschlag für die Bewertung des gleichen Unternehmens wählen als Frau Müller.

Aus diesem Beispiel wird deutlich, daß bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen die Betrachtung der unsicheren Zahlungsreihe des Unternehmens zur Bemessung des Risikozuschlages nicht ausreicht. Vielmehr ist das gesamte Portefeuille der Bewertungsparteien einzubeziehen, da auch die anderen Investitionen des Bewertungssubjekts erheblichen Einfluß auf seinen Unternehmenswert haben. Wird dem Bewertungssubjekt die Abhängigkeit des Risikos eines Unternehmenskaufs von seinen anderen Investments deutlich gemacht, kann er seinen subjektiven Risikozuschlag besser und fundierter bestimmen.

Zusammenfassend muß man feststellen, daß die Berücksichtigung des Risikos in der Unternehmensbewertung und der Investitionsrechnung im allgemeinen noch nicht hinreichend gelöst ist.⁷⁷ Die hier vorgestellte Vorgehensweise führt zu intersubjektiv nicht nachvollziehbaren Risikozuschlägen. Aus diesem Grund kommt dem verantwortungsvollen Umgang des Bewerter mit dem Risikozuschlag und der

⁷⁷ So auch Fama, E. F.: Discounting under Uncertainty, Journal of Business, Vol. 69 (1996), S. 427.

eingehenden Beratung, die besonders auch auf die spezifischen Risiken bei kleinen und mittleren Unternehmen hinweisen sollte, besondere Bedeutung zu.

Damit ist das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen entwickelt. Abbildung 6.2 stellt die Vorgehensweise noch einmal schematisch dar.

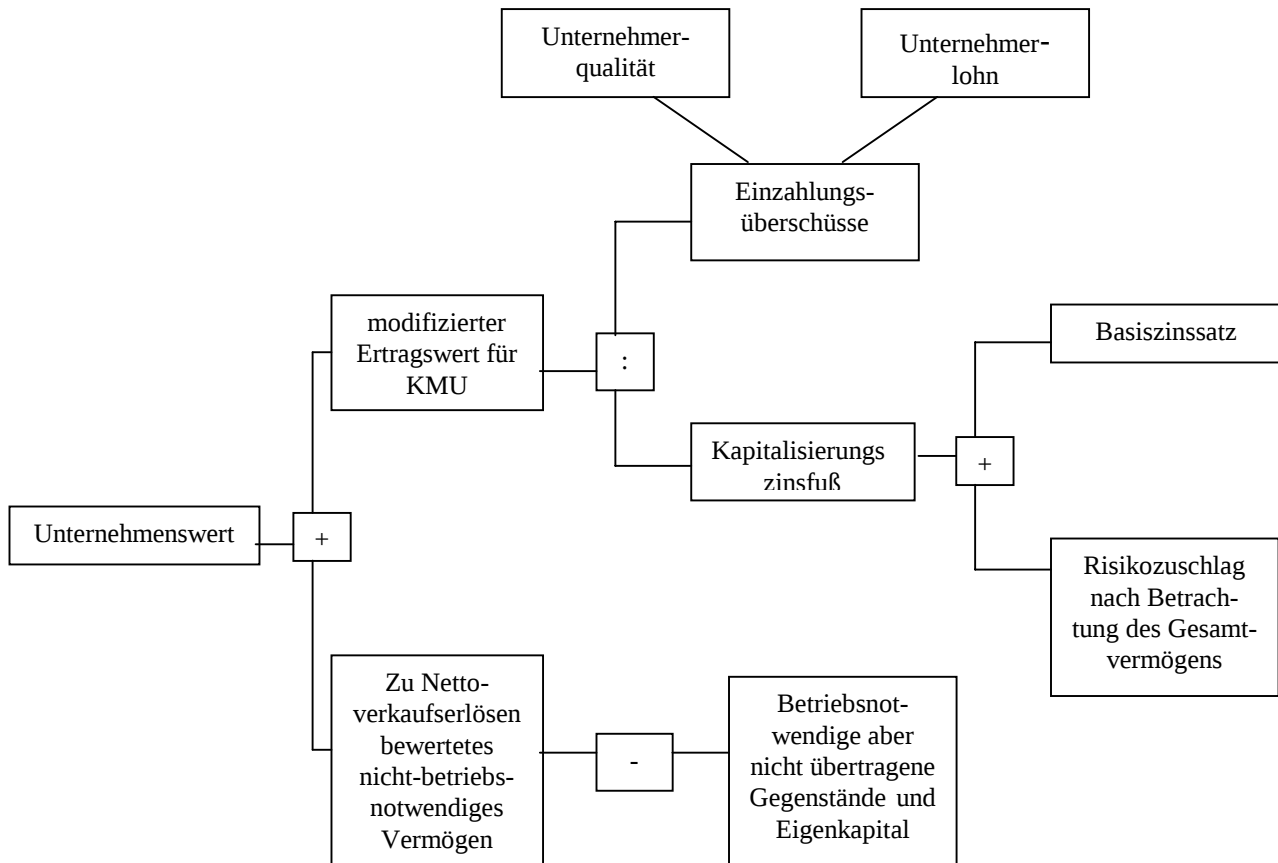


Abb. 6.2: Schematische Darstellung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen

6.4 Restriktionen für den Unternehmenswert bei kleinen und mittleren Unternehmen

Die alleinige Bewertung mit dem Ertragswertverfahren reicht bei einer umfassenden Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen nicht aus. Beachtet werden muß auch, daß der Wert des Unternehmens nach oben und unten begrenzt ist: Nach oben durch die Kosten einer Reproduktion des Unternehmens für den Käufer; nach unten durch die Liquidation, also der Zerschlagung, des Unternehmens. Wann und wie man

den Reproduktions- bzw. den Liquidationswert ermittelt, ist Thema der folgenden Ausführungen.

6.4.1 Obere Restriktion: Reproduktionswert

6.4.1.1 Voraussetzungen der Reproduzierbarkeit

Bevor der Bewerter einen Reproduktionswert des Unternehmens ermittelt, muß er zunächst feststellen, ob eine Reproduktion überhaupt eine realistische Alternative zum Unternehmenskauf ist. Dazu ist es notwendig, Kriterien abzuleiten, die Hinweise auf die Realisierbarkeit einer Unternehmensreproduktion geben.

Reproduktion eines Unternehmens bezeichnet den Nachbau des zu bewertenden Unternehmens. Nach dem Grundsatz der Subjektivität ist dabei das Unternehmen nach den Zielen und Möglichkeiten des potentiellen Käufers neu zu errichten. Das Unternehmen ist dann reproduziert, wenn es den gleichen Vorteilsstrom für das Bewertungssubjekt erwirtschaftet wie das potentielle Kaufobjekt.

Eine Reproduktion wird tendenziell um so schwerer, je bedeutender die immaterielle Vermögensgegenstände für die Geschäftstätigkeit des zu bewertenden Unternehmens sind. Wissen, Marken oder Marktkennntnis sind nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung zu reproduzieren. Die Reproduktion kann durch lang laufende Patente ohne Lizenzierungsmöglichkeit oder durch Engpässe auf dem Arbeitsmarkt für Fachkräfte ganz ausgeschlossen sein.

Die Reproduktion wird außerdem durch Standortbindung erschwert. Eine Einzelhandels-gesellschaft kann zwar grundsätzlich reproduzierbar sein, aber einen besonderen Standort haben, der eine Reproduktion unmöglich macht.

Des weiteren scheint eine Reproduktion eines Unternehmens nur auf wachsenden Märkten realisierbar zu sein. Auf reifen Märkten, bei denen die Marktanteile schon verteilt sind, ist der Aufbau eines neuen Kundenstammes, der dann zu den gleichen Einzahlungsüberschüssen führt wie bei dem potentiellen Kaufobjekt, nur schwer erreichbar.

Aus diesen Ausführungen wird deutlich, daß die Reproduktion nur in Ausnahmefällen realisierbar sein wird. Der Bewerter sollte aber in jedem Fall die Realisierbarkeit eines Unternehmensnachbaus prüfen. Tabelle 6.6 faßt Kriterien für die Realisierbarkeit einer Reproduktion des Unternehmens zusammen.

Nr.	Kriterium
1	Geringe Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen
2	Geringe Bedeutung des Standortes für die Geschäftstätigkeit
3	Tätigkeit auf wachsenden Märkten

Tab. 6.6: Kriterien zur Realisierbarkeit einer Reproduktion des zu bewertenden Unternehmens

6.4.1.2 Bestimmung des Reproduktionswertes

Hat der Bewerter festgestellt, daß das Unternehmen reproduzierbar ist, steht der Investor vor der Entscheidung, das Unternehmen zu kaufen oder selber zu errichten. Er wird sich für den Kauf nur dann entscheiden, wenn die Reproduktion teurer wäre. Mithin ist der Reproduktionswert die Obergrenze für den Unternehmenswert.

Den Reproduktionswert eines Unternehmens kann man in Anlehnung an das Substanzwertverfahrens im Sinne ersparter Aufwendungen (vgl. ausführlich Kapitel 3.5.1.2 dieser Arbeit) berechnen. Danach entspricht der Unternehmenswert dem Barwert der Auszahlungen, die notwendig sind, um das Unternehmen neu zu errichten. Das Unternehmen wird dabei nach den subjektiven Vorstellungen des potentiellen Unternehmenskäufers wieder errichtet. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen bzw. nicht erwünschte Vermögensgegenstände, die sich im Anlagevermögen des zu bewertenden Unternehmens befinden, werden im Reproduktionswert nicht berücksichtigt.

Ausgangspunkt ist die Aufstellung eines Ziel-Inventars der neu zu errichtenden Unternehmung. Mit diesem Ziel-Inventar sollen dann die gleichen Einzahlungsüberschüsse erwirtschaftet werden wie vom zu bewertenden Unternehmen. Das von dem Investor gewünschte Inventar wird zu Marktpreisen bewertet, da es im Falle der Reproduktion auch real beschafft werden muß. Die Summe der Marktpreise der Vermögensgegenstände ist die mithin erste Komponente des Reproduktionswertes. Die zweite Komponente ist der Barwert der Auszahlungen, die notwendig sind, um das neu errichtete Unternehmen auf den gleichen Stand (hinsichtlich Geschäftstätigkeit und Marktanteil) zu bringen wie das vorhandene Unternehmen. Diese zweite Komponente ist notwendig, da eine Reproduktion des Unternehmens in einer logischen Sekunde nur eine Fiktion ist und die Reproduktion

tatsächlich lange Zeit dauern wird. Die Auszahlungen, die für die Etablierung des neuen Unternehmens notwendig sind, finden ihren Niederschlag in dieser zweiten Komponente. Während die Summe der Auszahlungen für das Ziel-Inventar in der Gegenwart gezahlt wird und sich eine Diskontierung folglich erübrigt, verteilen sich die Auszahlungen zur Etablierung des Unternehmens auf mehrere Jahre. Demnach müssen diese Beträge mit dem Opportunitätszinssatz auf ihren Gegenwartswert diskontiert werden (vgl. zum Kapitalisierungszinssatz 3.5.2.2.2 und 6.3.2 dieser Arbeit).

Formal ergibt sich der Reproduktionswert nach Formel (6.2):

$$(6.2) \quad RW = Z + \sum_{t=1}^T \frac{A_{Et}}{(1+i)^t}$$

mit: RW = Reproduktionswert

 Z = Summe der Marktpreise des Ziel-Inventars für die neu zu errichtende Unternehmung

A_{Et} = Auszahlungen zur Etablierung des neu zu errichtenden Unternehmens

Das hier vorgestellte Verfahren zur Ableitung eines Reproduktionswertes ist weniger eine Bewertung des zum Verkauf stehenden Unternehmens. Vielmehr wird die Alternative - die Neuerrichtung eines äquivalenten Unternehmens - bewertet. Damit ist dieses Vorgehen auch nur für Entscheidungsträger relevant, für die die Reproduktion des Unternehmens eine realistische Alternative ist. In diesen Fällen bezeichnet der Reproduktionswert die Obergrenze für den Unternehmenswert. Würde der ausgehandelte Unternehmenspreis über dem Reproduktionswert liegen, wäre ein Kauf des Unternehmens nicht vorteilhaft - die Neuerrichtung des Unternehmens wäre sinnvoller.

Eine alleinige Bewertung eines Unternehmens mit dem hier vorgestellten Reproduktionswert oder eine Anwendung dieses Verfahrens aus Verkäufersicht wäre fehlerhaft. Für den Verkäufer ist die Neuerrichtung des Unternehmens als Alternative irrelevant. Da der Unternehmensnachbau nur die Obergrenze für den Wert eines Unternehmens aus Käufersicht bezeichnet, sofern dies überhaupt eine realistische Alternative ist, darf auch aus Käufersicht dieser Wert nicht alleine stehen. Die

Bewertung mit dem modifizierten Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen muß im Mittelpunkt stehen.

6.4.2 Untere Restriktion: Liquidationswert

6.4.2.1 Voraussetzungen der Liquidation

Grundsätzlich ist jedes Unternehmen liquidierbar, d.h. zerschlagbar. Ist ein Unternehmen überschuldet bzw. zahlungsunfähig ist, eine Liquidation sogar unumgänglich.

Die Praxis zeigt trotz dieses Grundsatzes, daß große Unternehmen mit vielen Arbeitnehmern i.d.R. nicht liquidiert werden. In wirtschaftlichen Krisen erhalten diese Großunternehmen finanzielle Unterstützung durch Beteiligungen der öffentlichen Hand oder der Banken. Der öffentliche Druck ist bei diesen Unternehmen zu groß, um eine Zerschlagung vornehmen zu können.⁷⁸

Dies ist bei kleinen und mittleren Unternehmen, bei denen die wirtschaftliche Bedeutung für die Region und damit die öffentliche Aufmerksamkeit geringer ist, anders. Diese Unternehmen können liquidiert werden. Aus diesem Grund erhält die Alternative „Liquidation“ auch Bedeutung für die Unternehmensbewertung. Der Liquidationswert wird zur Wertuntergrenze für Käufer und Verkäufer.

6.4.2.2 Bestimmung des Liquidationswertes

Der Liquidationswert enthält drei Faktoren: das Zerschlagungsvermögen, die Zerschlagungsschulden und die Kosten der Liquidation. Die Berechnung des Liquidationswertes ist äußerst schwierig, da die Zerschlagungssituation für den Bewerter nur schwer zu antizipieren ist.⁷⁹

Ausgangspunkt der Liquidationsbewertung ist das Inventar des Unternehmens. Die einzelnen Vermögensgegenstände werden dann zu Veräußerungserlösen - wie sie im Rahmen der Zerschlagung des Unternehmens zu erzielen sind - bewertet.⁸⁰ Ist ein Vermögensgegenstand nicht zu veräußern, beispielsweise eine Spezialmaschine, für die keine Nachfrage besteht, wird sie zum Schrottwert bewertet. Dieser kann durch Aufwendungen für Abbruch und Entsorgung allerdings negativ werden.

⁷⁸ Ein Beispiel ist der Maschinenbaukonzern Klöckner-Humboldt-Deutz AG (heute nur noch Deutz AG), der 1990 aus seiner wirtschaftlichen Krise durch eine Beteiligung der Deutschen Bank AG gerettet wurde.

⁷⁹ Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 103.

⁸⁰ Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 48.

Von diesem Zerschlagungsvermögen sind die bei der Auflösung der Gesellschaft zu deckenden Schulden abzuziehen. Des weiteren sind die Aufwendungen für die Liquidation abzuziehen, wie beispielsweise Verpflichtungen aus einem Sozialplan oder Steuerbelastungen durch die Aufdeckung von stillen Reserven durch die Veräußerung von Vermögensgegenständen.⁸¹

Ist der Liquidationswert größer als der Ertragswert bei Fortführung, wird der Verkäufer das Unternehmen liquidieren und die höheren Einzahlungen vereinnahmen. Auch der Grenzpreis des Käufers verschiebt sich vom niedrigeren Fortführungswert zum höheren Liquidationswert. Nach dem Kauf kann er das Unternehmen dann liquidieren und die Einzahlungen aus der Zerschlagung vereinnahmen. Damit ist der Liquidationswert sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer die Wertuntergrenze bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen.

6.5 Anwendungsbeispiel für das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen

Im folgenden soll das oben entwickelte modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen an einem Beispiel⁸² demonstriert werden. Das Beispiel ist so konstruiert, daß die Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen und ihre Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung besonders herausgestellt werden. Die Darstellung erfordert eine ganze Reihe von erheblichen Vereinfachungen, die im Verlauf der folgenden Ausführungen eingeführt werden.

Die Bewertung wird allein aus Sicht des Käufers dargestellt, das Vorgehen für den Verkäufer ist grundsätzlich äquivalent. Von Problemen der Datenbeschaffung (vgl. Kapitel 6.6.1 dieser Arbeit) wird abstrahiert. Des weiteren wird auf die Berücksichtigung von Steuern verzichtet (zur Einbeziehung vgl. Kapitel 6.6.1 dieser Arbeit).

⁸¹ Vgl. Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

⁸² Das Beispiel basiert auf einer tatsächlichen Bewertung, ist allerdings sehr stark verfremdet.

6.5.1 Das Unternehmen, der potentielle Käufer und der Bewerter

Die Verleihnix GmbH ist ein gut eingeführter Fischgroßhandel, der Supermärkte und Restaurants in ganz Schleswig-Holstein beliefert. Der bisherige Eigentümer, Herr Hecht, möchte das Unternehmen, das er vor 30 Jahren gegründet hat, aus Altersgründen verkaufen. Das Unternehmen hat 15 Angestellte. Für Herrn Hecht ist es eine Bedingung für den Verkauf, daß alle Angestellten von dem neuen Eigentümer übernommen werden.

Frau Scholle möchte das Unternehmen gerne kaufen und sich so selbständig machen. Sie hat nach ihrem Studium der Fischereitechnik 5 Jahre bei einem großen Fischkonzern gearbeitet. Durch eine große Erbschaft hat sie genügend Kapital, um eine Übernahme zu finanzieren. Ihr Ziel ist es, mit dem ererbten Geld die Selbständigkeit zu erlangen.

Herr Krabbe ist von Frau Scholle beauftragt worden, eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Herr Krabbe hat seine Mandantin zunächst über den Sinn und Zweck der Unternehmensbewertung aufgeklärt. Er hat herausgestellt, daß er einen Grenzpreis und keinen Marktpreis ermitteln wird.

6.5.2 Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Herr Krabbe besichtigt zusammen mit seiner Mandantin und Herrn Hecht das Unternehmen. Die drei stellen ein Inventar zusammen, das alle dem Betrieb dienenden Vermögensgegenstände umfaßt. Die Problematik der Abgrenzung von Privat- und Betriebsvermögen taucht bei einem Bürokomplex auf, der in einem Haus betrieben wird, welches Herr Hecht in seinem Privatvermögen hält und bislang dem Unternehmen mietfrei zur Verfügung gestellt hat. Die Verhandlungspartner vereinbaren einen langfristigen Mietvertrag mit einer Jahresmiete von 100.000 DM.

Die Bilanzanalyse durch Herrn Hecht ergibt eine angemessene Eigenkapitalquote. Aus diesem Grund ist eine Gewinnthesaurierung zur Herstellung eines angemessenen Bestandes an Eigenkapital nicht notwendig.

6.5.3 Prognose der Einzahlungsüberschüsse

Zur Prognose der künftigen Einzahlungsüberschüsse verwendet Herr Krabbe Zahlen aus dem Rechnungswesen der vergangenen drei Jahre, wie sie in Tabelle 6.7 dargestellt sind.

	1996	1997	1998
Erlöse (in DM)			
Fische	5.880.000	6.540.000	7.300.000
Krabben	3.000.000	3.465.000	4.002.000
Muscheln	100.000	81.000	65.000
Gesamt	8.980.000	10.086.000	11.367.000
Bruttomarge (in DM)			
Fische	3.038.000	3.189.000	3.350.000
Krabben	1.350.000	1.514.000	1.700.000
Muscheln	46.250	36.630	29.000
Gesamt	4.434.250	4.739.630	5.079.000
Aufwendungen/Erträge (aus dem externen Rechnungswesen)			
Personal	2.350.000	2.397.000	2.445.000
Vertrieb	720.000	742.000	770.000
Sonst. Aufwendungen/Erträge	200.000	770.000	242.000
Abschreibungen	250.000	250.000	250.000
<i>davon Zuführung/Auflösung von Rückstellungen</i>	<i>0</i>	<i>550.000</i>	<i>0</i>
Gesamt	3.520.000	4.159.000	3.707.000
Jahresüberschuß	914.250	580.630	1.372.000

Tab. 6.7: Unternehmensanalyse - Finanzdaten der Verleihnix GmbH

Dabei ist die Bruttomarge definiert als:

$$(6.3) \text{ Bruttomarge} = \text{Erlöse} - (\text{Einkaufspreis} + \text{Nebenkosten})$$

Der Jahresüberschuß ergibt sich als:

$$(6.4) \text{ Jahresüberschuß} = \text{Bruttomarge} - \text{Aufwendungen}$$

Mit Hilfe dieser Daten können die Einzahlungsüberschüsse der letzten Jahre ermittelt werden (aus Vereinfachungsgründen wird davon ausgegangen, daß Umlauf- und Anlagevermögen, sowie Schulden konstant geblieben sind).

	1996	1997	1998
Jahresüberschuß	914.250	580.630	1.372.000
+ Abschreibungen	250.000	250.000	250.000
+ Zuführungen			
Rückstellungen	0	550.000	0
= Einzahlungsüberschuß	1.164.250	1.380.630	1.622.000

Tab. 6.8: Unternehmensanalyse - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH

Mit Hilfe von Daten des Branchenverbandes über die allgemeine Marktentwicklung und Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute über die Lohnentwicklung kann Herr Krabbe nun eine Vorschau der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens vornehmen. Dabei geht er nach der Phasenmethode vor: Zunächst wird eine detaillierte Prognose für die Jahre 1999, 2000 und 2001 vorgenommen. Er fragt Frau Scholle nach ihren Plänen mit dem Unternehmen.

Aufgrund der schlechten Zukunftsaussichten möchte Frau Scholle aus dem Geschäft mit Muscheln aussteigen. Ab 1999 sollen keine Aufträge in diesem Bereich mehr durchgeführt werden.

Zukünftig möchte Frau Scholle auf einen eigenen Fuhrpark verzichten. Sie plant, den Vertrieb an einen Spediteur zu vergeben. Der eigene Fuhrpark - bestehend aus drei Kühlwagen - soll verkauft werden. Aus diesem Grund schlägt Herr Krabbe den Fuhrpark zum nicht-betriebsnotwendigen Vermögen, welches zu Veräußerungserlösen bewertet wird. Die drei Fahrzeuge würden nach Schätzungen für 400.000 DM zu veräußern sein. Für die Beauftragung des Spediteurs sind 220.000 DM jährlich zu veranschlagen, damit sinken die Vertriebskosten um 20.000 DM. Die Summe der Abschreibungen wird um 30.000 DM jährlich reduziert.

Die Rückstellung, die 1997 aufgrund eines Schadensersatzprozesses gebildet wurde, ist voraussichtlich im Jahre 1999 aufzulösen. Es wird ein Urteil zugunsten der Verleihnix GmbH erwartet.

Außerdem erfährt Herr Krabbe aus den Personalunterlagen, daß in den Jahren 1999 und 2000 jeweils eine Pensionierung ansteht. Frau Scholle möchte die Arbeitsplätze nicht neu besetzen. Dies bringt jeweils eine Ersparnis von 120.000 DM. Investitionen sind aufgrund des guten Zustandes und ausreichenden Kapazität der Lagerhalle und der sonstigen Anlagen in den nächsten Jahren nicht vorzunehmen.

Des weiteren geht Herr Krabbe davon aus, daß das Unternehmen - wie in der Vergangenheit auch - wie der Markt wachsen wird. Nach Schätzungen des Branchenverbandes seien 2% Wachstum im Bereich der Fische und 4% Wachstum im Segment der Krabben zu erwarten. Allerdings werden die Kunden, die nur wegen persönlicher Bindungen an Herrn Hecht bei der Verleihnix GmbH geordert haben, verloren gehen. Aus Mitarbeiter- und Kundengesprächen schätzt Herr Krabbe dieses Geschäftsvolumen auf 200.000 DM im Segment der Fische und 280.000 DM im Segment der Krabben im Jahre 1998. Diese Geschäfte haben durchschnittliche Bruttomargen erwirtschaftet.⁸³

Der Verband der Fischgroßhändler geht weiterhin davon aus, daß sich die Bruttomargen bei Fischen zunächst aufgrund mangelnder Produktionskapazitäten und geringer Überwälzungsmöglichkeit der Preiserhöhungen auf den Endverbraucher verschlechtern werden und kumuliert geringer als der Markt, nämlich nur um 1 %, wachsen werden. Erst ab 2001 werden die Bruttomargen aufgrund neuer Zulieferer wieder ansteigen und zwar geschätzt um 3,5 %. Die Bruttomargen bei Krabben bleiben demgegenüber gleich und sollen auch kumuliert um 4 % wachsen.

Die Prognose beruht des weiteren auf folgenden Erwartungen:

- die Personalaufwendungen steigen jährlich um 2 %,
- die Vertriebsaufwendungen wachsen (ohne Berücksichtigung des Verkaufs des Fuhrparks) um jährlich 5 %,
- die sonstigen Aufwendungen wachsen wie bisher um jährlich 10 %.

Besondere Ereignisse und Änderungen werden bei der Prognose für die kommenden Jahre nicht mehr berücksichtigt. Die Trends (jährliche Veränderungsraten für die einzelnen Positionen) werden für die Jahre 2002 bis 2004 fortgeschrieben.⁸⁴ Gemäß der Phasenmethode werden ab dem Jahr 2005 die Ergebnisse einfach fortgeschrieben.

Der Bewerter geht davon aus, daß die Unternehmensentwicklung mit 20%-iger Wahrscheinlichkeit um 40 % nach unten abweichen wird. Mit gleicher Wahrscheinlichkeit geht er von einer 40%-igen Abweichung nach oben aus. Diese Erwartung beruht auf seinen Kenntnissen der Branche. Herr Krabbe stellt daher drei

⁸³ Berechnet als Bruttomarge/Erlöse * 100 % ergibt sich eine durchschnittliche Bruttomarge für Krabben von 42,5 % und für Fische von 45,9 % im Jahr 1998.

⁸⁴ Die zweite Prognosephase erstreckt sich aus Vereinfachungsgründen im Beispiel lediglich auf die Jahre 4 bis 6. Eine längere detaillierte Prognose würde die Exaktheit der Bewertung verbessern.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Erlöse							
Fische	7.242.000	7.386.840	7.534.577	7.685.268	7.838.974	7.995.753	7.995.753
Krabben	3.870.880	4.025.715	4.186.743	4.354.213	4.528.381	4.709.516	4.709.516
Muscheln	-	-	-	-	-	-	-
Gesamt	11.112.880	11.412.555	11.721.320	12.039.481	12.367.355	12.705.269	12.705.269
Bruttomarge							
Fische	3.253.695	3.286.232	3.401.250	3.520.294	3.643.504	3.771.027	3.771.027
Krabben	1.648.400	1.714.336	1.782.909	1.854.225	1.928.394	2.005.530	2.005.530
Muscheln	-	-	-	-	-	-	-
Gesamt	4.902.095	5.000.568	5.184.159	5.374.519	5.571.898	5.776.557	5.776.557
Aufwendungen/ Erträge							
Personal	2.371.500	2.296.530	2.342.461	2.389.310	2.437.096	2.485.838	2.485.838
Vertrieb	787.500	826.875	868.219	911.630	957.211	1.005.072	1.005.072
Mietaufwendungen	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Sonstige Aufwendungen	266.200	292.820	322.102	354.312	389.743	428.718	428.718
Sonstige Erträge	550.000	-	-	-	-	-	-
Abschreibungen	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000
davon Auflösung Rückstellungen	550.000	-	-	-	-	-	-
Gesamt (Aufwendungen – Erträge)	3.195.200	3.736.225	3.852.782	3.975.252	4.104.050	4.239.628	4.239.628
Jahresüberschuß	1.706.895	1.264.343	1.331.377	1.399.267	1.467.848	1.536.929	1.536.929
Abschreibungen	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000
Auflösung Rückstellungen	-550.000	-	-	-	-	-	-
Einzahlungs- überschüsse	1.376.895	1.484.343	1.551.377	1.619.267	1.687.848	1.756.929	1.756.929

Tab. 6.9: Ergebnisprognose - Prognostizierte Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH

Szenarien auf. Da die erwartete Abweichungen nach unten und oben gleich hoch sind und auch deren geschätzte Wahrscheinlichkeiten gleich hoch sind, entsprechen die in Tabelle 6.9 prognostizierten Einzahlungsüberschüsse den Erwartungswerten.

Damit ist diese Phase der Bewertung abgeschlossen. Herr Krabbe hat die Ertragsvorschau für die Verleihnix GmbH mit Hilfe der strategischen Planung für das Unternehmen von Frau Scholle und Daten des Branchenverbandes und anderer öffentlich verfügbarer Datenquellen abgeschlossen.

6.5.4 Berücksichtigung der Unternehmerqualität

Herr Krabbe benutzt als Grundlage für die Beurteilung der Unternehmerqualität die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität, die in Kapitel 6.3.1.1 entwickelt worden ist. In Gesprächen mit den beiden Unternehmern - Herrn Hecht und Frau Scholle - werden die Ausprägungen der Merkmale von Herrn Krabbe nach seiner subjektiven Einschätzung festgestellt. Daneben zieht der Bewerter Einschätzungen der Kunden (bei Herrn Hecht) und des ehemaligen Arbeitgebers (bei Frau Scholle) heran. Es ergeben sich die Ausprägungen gemäß Tabelle 6.10.

Merkmal	Ausprägung Herr Hecht	Ausprägung Frau Scholle
Fachkenntnisse und Branchenerfahrung	7	6
Kaufmännische Kenntnisse	5	1
Kommunikative Fähigkeiten	5	5
Kreativität	3	2
„need for achievement“	4	7
„internal locus of control“	7	7
Risikotoleranz und Risikominimierung	5	5
Bereitschaft und Fähigkeit viel zu arbeiten	7	7
Unterstützung im Privatleben	7	7

Tab. 6.10: Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Ausprägungen der Unternehmerqualität für Frau Scholle und Herrn Hecht

Die Beurteilung der Unternehmerqualität ergibt bei den kaufmännischen Kenntnissen einen gravierenden Nachteil für Frau Scholle. Da sie bisher noch keine kaufmännischen Tätigkeit ausgeübt hat und auch keine kaufmännische Ausbildung genossen hat, fehlen ihr grundlegende kaufmännische Kenntnisse. Aus seinen Gesprächen mit Frau Scholle hat Herr Krabbe außerdem den Eindruck gewonnen, daß Frau Scholle die Bedeutung der kaufmännischen Tätigkeiten unterschätzt. Wie dargestellt sind kaufmännische Kenntnisse von großer Bedeutung für den Unternehmenserfolg (vgl. Kapitel 6.3.1.1 dieser Arbeit). Aus diesem Grund ist zu erwarten, daß es zu negativen Einflüssen auf den Unternehmenserfolg kommt. Für den Bewerter ist es außerordentlich schwierig, diese Gefahr zu quantifizieren. Eine exakte Quantifizierung dieses Effekts ist für Herrn Krabbe unmöglich. Er kann nur auf Erfahrungswerte aus seiner Praxis zurückgreifen und daraus einen pauschalen Abschlag ableiten. Aufgrund der Bedeutung der kaufmännischen Kenntnisse setzt er einen pauschalen Abschlag von 10 % auf die Einzahlungsüberschüsse fest. Die weiteren Unterschiede in den Merkmalsausprägungen hält der Bewerter für insgesamt unbedeutend, so daß er keine weiteren Korrekturen vornimmt.

Es ergeben sich die Einzahlungsüberschüsse nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität gemäß Tabelle 6.11.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Korrigierter Einzahlungsüberschuß	1.239.205	1.335.909	1.396.239	1.457.340	1.519.063	1.581.236	1.581.236

Tab. 6.11: Berücksichtigung der Personenbezogenheit – Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität

An dieser Stelle sei noch einmal die Bedeutung der Checkliste zur Unternehmerqualität erwähnt. Sie soll ein Hilfsmittel für den Bewerter darstellen. Ein Mittel zur exakten Quantifizierung stellt sie nicht dar. Es erscheint auch unmöglich, eine solche Quantifizierung exakt durchzuführen. Dennoch hat der Bewerter, wie in diesem Fall, bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen den Faktor „Unternehmerqualität“ einzubeziehen. Würde Herr Krabbe eine Bewertung allein auf

Basis der verfügbaren Unternehmensdaten durchführen, würde er seiner Mandantin einen zu hohen Grenzpreis nennen und sie damit möglicherweise zu einem ökonomisch irrationalen Verhalten verleiten, das ihre finanzielle Situation entsprechend verschlechtern würde.

6.5.5 Berücksichtigung des Unternehmerlohns

Ausgangspunkt der Festlegung des angemessenen Unternehmerlohnes ist das bisher gezahlte Geschäftsführergehalt. Herr Hecht hat sich bislang ein Geschäftsführergehalt - enthalten in den Personalaufwendungen - von DM 500.000 gewährt. Hinzu kamen DM 50.000, die in die Altersvorsorge des Unternehmers gesteckt wurden.

Zur Prüfung der Angemessenheit dieser Vergütung holt Herr Krabbe Informationen über die Vergütung in Fischgroßhandelsunternehmen ähnlicher Größe ein. Angestellte Geschäftsführer verdienen in diesen Unternehmen i.d.R. DM 150.000 plus DM 100.000 an Sozialversicherungsleistungen. Für Frau Scholle wäre die Alternative zur Übernahme der Verleihnix GmbH eine Position als angestellte Geschäftsführerin bei einem anderen Großhändler, die entsprechend der vom Bewerter eingeholten Zahlen vergütet würde. Diese Stelle wäre hinsichtlich Qualität und Quantität äquivalent zur Unternehmerposition. Mithin ist die Geschäftsführervergütung, die sich Herr Hecht bislang gewährt hat, für Frau Scholle zu hoch bemessen. Für die Bewertung wird nun lediglich der in anderen Unternehmen gezahlte Betrag von insgesamt DM 250.000 angesetzt. Dies vermindert die anzusetzenden Personalaufwendungen im Jahre 1998 um DM 300.000. Ab dem Jahr 1999 wird - wie im gesamten Posten Personalaufwendungen - eine jährliche Steigerungsrate von 2 % angesetzt.

Obwohl Frau Scholle sich gerne selbständig machen will, ist sie nach Befragen nicht dazu bereit, einen Abschlag vom Unternehmerlohn hinzunehmen. Aus diesem Grund wird in Tabelle 6.12 nur die Korrektur des Geschäftsführergehalts berücksichtigt.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Verminderung Personalaufwand ⁸⁵	306.000	312.120	318.362	324.730	331.224	337.849	337.849
Korrigierter Einzahlungsüberschuß	1.545.205	1.648.029	1.714.601	1.782.070	1.850.287	1.919.085	1.919.085

Tab. 6.12: Berücksichtigung des Unternehmerlohnes – Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Ansetzung eines angemessenen Unternehmerlohnes für Frau Scholle

An diesem Beispiel wird noch einmal die Bedeutung des Ansatzes eines angemessenen Unternehmerlohnes deutlich. Auf den ersten Blick erscheint es unterschiedslos, ob der Investor einen Unternehmerlohn oder eine Gewinnausschüttung erhält, denn beide stellen für den Entscheidungsträger Einzahlungen dar. Da bei der Unternehmensbewertung das Geschäftsführergehalt die Einzahlungsüberschüsse und damit den Unternehmenswert mindert, sollten in dem Unternehmerlohn nur die subjektiven Opportunitätskosten des Bewertungssubjekts zum Ausdruck kommen. Andernfalls könnte es passieren, daß das Unternehmen trotz eines eigentlich angemessenen Kaufpreises von dem Bewertungssubjekt nicht erworben würde.

Damit sind die für Frau Scholle relevanten Einzahlungsüberschüsse (in Tabelle 6.10) der Verleihnix GmbH ermittelt.

6.5.6 Bemessung des Kalkulationszinsfußes

Herr Krabbe bedient sich des Näherungsverfahrens, das für die Bemessung des Kalkulationszinsfußes meist angewendet wird: Der landesübliche Zinsfuß wird erhöht um einen Risikozuschlag. Den landesüblichen Zinsfuß ermittelt Herr Krabbe aus der aktuellen Verzinsung von lang laufenden Bundesanleihen. Dieser Zinssatz liege bei 8 %.

⁸⁵ Die Verminderung ergibt sich als Differenz aus dem jährlich um 2 % steigenden Gehalt, daß sich Herr Hecht gewährt hätte (1999: DM 561.000; 2000: DM 572.220; 2001: DM 583.664; 2002: DM 595.338; 2003: DM 607.244; 2004: DM 619.389; 2005 und folgende Jahre: DM 619.389) und dem für Frau Scholle angemessenen Geschäftsführergehalt, das ebenfalls um jährlich 2 % steigt (1999: DM 255.000; 2000: DM 260.100; 2001: DM 265.302; 2002: DM 270.608; 2003: DM 276.020; 2004: DM 281.540; 2005 und folgende Jahre: DM 281.540).

Zur Bemessung des Risikozuschlages wird Frau Scholle die Zahlungsreihe, die sie aus ihrem gesamten Vermögen zukünftig zu erwarten hat, vorgelegt. Neben den Einzahlungen aus dem Unternehmen und dem Geschäftsführergehalt hat sie noch 1.000.000 DM zum landesüblichen Zinsfuß angelegt. Die Einzahlungen aus der Anlage am Kapitalmarkt sind sicher. Dies gilt ebenso für das Geschäftsführergehalt. Unsicher sind allerdings die Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens. Es war angenommen worden, daß sie mit einer Wahrscheinlichkeit $p = 0,2$ um 40% nach oben abweichen und mit der Wahrscheinlichkeit $p = 0,2$ um 40 % nach unten abweichen. So ergeben sich drei Umweltzustände Z_1 , Z_2 und Z_3 :

- Z_1 = negativ (Abweichung - 40 %) mit der Wahrscheinlichkeit $p = 0,2$.
- Z_2 = neutral (Abweichung +/- 0 %) mit der Wahrscheinlichkeit $p = 0,6$;
- Z_3 = positiv (Abweichung + 40 %) mit der Wahrscheinlichkeit $p = 0,2$;

Die Zahlungsreihen, die Frau Scholle vorgelegt werden, sind in Tabelle 6.13 dargestellt.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Z_1 ($p = 0,2$)	1.262.123	1.328.917	1.374.063	1.419.850	1.466.192	1.512.991	1.512.991
Z_2 ($p = 0,6$)	1.880.205	1.988.129	2.059.903	2.132.678	2.206.307	2.280.628	2.280.628
Z_3 ($p = 0,2$)	2.498.287	2.647.341	2.745.743	2.845.506	2.946.422	3.048.259	3.048.259

Tab. 6.13: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihen für das Gesamtvermögen von Frau Scholle

Mit dieser Zahlungsreihe konfrontiert, gibt Frau Scholle nun ihren subjektiven Risikozuschlag bekannt. Sie entscheidet sich für einen Risikozuschlag von 2 %-Punkten⁸⁶ zum landesüblichen Zinsfuß. Herr Krabbe überprüft diesen Risikozuschlag auf seine Plausibilität. Dazu berechnet er mit Gleichung (3.28), die hier als Gleichung (6.5) wieder aufgenommen wird, das Sicherheitsäquivalent, das einem Risikozuschlag von 2 %-Punkten entspricht:

⁸⁶ Dieser Risikozuschlag ist für reale Bewertungen als äußerst niedrig anzusehen. Da in diesem Beispiel die Spannweite der erwarteten Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH mit plus bzw. minus 40 % als sehr niedrig angenommen wurde, wären höhere Risikozuschläge im Beispiel nicht plausibel. Bei realen Bewertungen muß i.d.R. von sehr viel größeren Schwankungen, inklusive der Möglichkeit von Verlusten des Unternehmens, und damit von höheren Risikozuschlägen ausgegangen werden.

$$(6.5) \quad S = \frac{E}{i + z} * i$$

Die Erwartungswerte entsprechen in diesem speziellen Fall den Einzahlungsüberschüssen im Umweltzustand Z_2 . Der Zinsfuß ist mit 8% vorgegeben. Die Sicherheitsäquivalente müssen nun für alle Jahre berechnet werden. Die Berechnung ist in Tabelle 6.14 abgebildet.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Sicherheitsäquivalent	1.504.164	1.590.503	1.647.922	1.706.142	1.765.046	1.824.502	1.824.502

Tab. 6.14: Berücksichtigung des Risikos - Sicherheitsäquivalente bei einem Risikozuschlag von 2 %-Punkten

Es zeigt sich, daß der von Frau Scholle gewählte Risikozuschlag plausibel ist. Er wäre dann nicht plausibel (vgl. das Beispiel in Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit), wenn das zu dem Risikozuschlag gehörende Sicherheitsäquivalent unter dem schlechtestenfalls (hier im Umweltzustand Z_1) realisierbaren Einzahlungsüberschuß liegen würde.

Mit dieser Plausibilitätsprüfung hat Herr Krabbe nun den letzten Schritt zur Festlegung des Kalkulationszinsfußes - bestehend aus dem landesüblichen Zinsfuß und dem Risikozuschlag - getan.

6.5.7 Berechnung des Ertragswertes

Nun kann die Gleichung (6.1) auf das Bewertungsproblem angewandt werden. Als Daten sind ermittelt worden:

- Kalkulationszinsfuß: 10 %,
- Einzahlungsüberschüsse:
 - 1999: 1.545.205;
 - 2000: 1.648.029;
 - 2001: 1.714.601;
 - 2002: 1.782.070;
 - 2003: 1.850.287;
 - 2004: 1.919.085;

- 2005 und folgende: 1.919.085,
- Veräußerungserlös des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens: 400.000,
- Dauer der ersten Prognosephase von 1999 bis 2001; Dauer der zweiten Prognosephase von 2002 bis 2004 und Beginn der dritten Prognosephase im Jahr 2005.

Durch Einsetzen dieser Daten in Gleichung (6.1) ergibt sich:

$$W = \frac{1.545.205}{1,1} + \frac{1.648.029}{1,1^2} + \frac{1.714.601}{1,1^3} + \frac{1.782.070}{1,1^4} + \frac{1.850.287}{1,1^5} + \frac{1.919.085}{1,1^6} + \frac{1.919.085}{0,1 * (1,1)^6} + 400.000$$

Der Ertragswert der Verleihnix GmbH für Frau Scholle ist folglich:

$$W = 18.737.013 \text{ DM}$$

An dem Unternehmenswert zeigt sich noch einmal die starke Bedeutung der letzten Prognosephase. Bei dem vorliegenden um einen Risikozuschlag erhöhten Kalkulationszinsfuß von 10 % und der kurzen zweiten Prognosephase hat der langfristige Prognosebereich, in dem nur die Ergebnisse fortgeschrieben werden, einen Einfluß auf den Unternehmenswert von mehr als 50 %.

6.5.8 Ermittlung der Restriktionen für den Unternehmenswert

Der ermittelte Ertragswert ist nur dann der Unternehmenswert der Verleihnix GmbH für Frau Scholle, wenn er über dem Liquidationswert (bei Liquidierbarkeit des Unternehmens) und unter dem Reproduktionswert (bei Reproduzierbarkeit des Unternehmens) liegt.

Herr Krabbe beginnt mit der Prüfung der grundsätzlichen Reproduzierbarkeit der Verleihnix GmbH. Dazu nutzt er die Checkliste, die in Kapitel 6.4.2.1 entwickelt worden ist.

Nr.	Kriterium	Erfüllt	
		ja	nein
1	Geringe Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen		X
2	Geringe Bedeutung des Standortes für die Geschäftstätigkeit	X	
3	Tätigkeit auf wachsenden Märkten	X	

Tab. 6.15: Restriktionen für den Unternehmenswert - Kriterien der Reproduzierbarkeit für die Verleihnix GmbH

Der Fischgroßhandel ist, wie durch die Prognosen des Branchenverbandes belegt, ein wachsender Markt, so daß wahrscheinlich ein eigener Kundenstamm aufgebaut werden könnte für ein reproduziertes Unternehmen. Der Standort ist im Fischgroßhandel von geringerer Bedeutung, so daß auch hier kein Problem für die Reproduktion des Unternehmens liegen würde. Allerdings sind bei der Verleihnix GmbH immaterielle Vermögensgegenstände von großer Bedeutung. Herr Hecht hat Exklusivverträge mit Kunden, die nicht reproduzierbar sind. Einige seiner Lieferanten haben der Verleihnix GmbH für ihre Produkte Gebietsschutz für ganz Norddeutschland gewährt. Außerdem hat die Verleihnix GmbH einen hervorragenden Ruf hinsichtlich der Frische der Ware und des Lieferservices, der dazu geführt hat, daß sie zum Lieferanten bedeutender Restaurants und großer Kaufhäuser geworden ist. Eine Reproduktion dieser hervorragenden Reputation und der dadurch erreichten Kundenbeziehungen ist nach Ansicht von Herrn Krabbe mittelfristig unmöglich. Aus diesem Grund hält er die Verleihnix GmbH für nicht reproduzierbar und verzichtet auf die Ermittlung des Reproduktionswertes.

Obwohl die Verleihnix GmbH grundsätzlich liquidierbar ist, ist aufgrund der Verkaufsbedingung, alle Mitarbeiter zu übernehmen, eine Zerschlagung ausgeschlossen. Wäre eine Zerschlagung von Frau Scholle geplant, würde Herr Hecht nicht an sie verkaufen. Insofern scheidet auch eine Liquidation als

Handlungsmöglichkeit für Frau Scholle aus. Aus diesem Grund verzichtet Herr Krabbe auch auf die Ermittlung des Liquidationswertes.⁸⁷

6.5.9 Ergebnis der Bewertung

Herr Krabbe teilt seiner Mandantin abschließend das Bewertungsergebnis in Form eines Gutachtens, in dem er die gemachten Annahmen und Vereinfachungen ausführlich erläutert, mit. Der Unternehmenswert in Höhe von $W = 18.737.013$ DM stellt den subjektiven Grenzpreis für Frau Scholle dar. Sie geht mit diesem Wissen in die Kaufverhandlungen mit Herrn Hecht. Dort kann Frau Scholle entweder mit einem Argumentationswert (vergleiche Kapitel 3.3.1.3 dieser Arbeit) versuchen, einen aus ihrer Sicht besonders günstigen Preis zu erreichen, oder in ein Schiedsverfahren mit einem neutralen Gutachter als Schiedsrichter (vergleiche Kapitel 3.3.1.2 dieser Arbeit) einwilligen.

6.6 Offene Probleme des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen

6.6.1 Theoretische Probleme

Mit dem hier entwickelten modifizierten Ertragswertverfahren gelingt es, Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen in dem Bewertungskalkül zu berücksichtigen. Trotzdem bleiben offene Probleme. Die grundsätzlichen Schwierigkeiten einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren sind bereits in Kapitel 3.5.2.2.5 dargestellt worden. Das Prognoseproblem, die Einbeziehung strategischer Ziele und die Problematik Bemessung des Kalkulationszinsfußes bleiben auch bei kleinen und mittleren Unternehmen bestehen. Hinzu kommen folgende spezifische theoretische Probleme für kleine und mittlere Unternehmen:

- Es fehlen objektive Kriterien für die Prognose der Unternehmerqualität. Hier müßte eine breit angelegte empirische Untersuchung, wie sie dargestellt worden ist, eine bessere Fundierung des Urteils und eine Umwandlung der beobachteten Kriterien in monetäre Größen ermöglichen.

⁸⁷ Für eine betriebswirtschaftliche Beratung des Käufers könnte eine Ermittlung des Liquidationswertes allerdings sehr wohl sinnvoll sein. Ein höherer Liquidationswert als Ertragswert kann als Hinweis auf eine schlechte Unternehmensführung interpretiert werden.

- Die vorgestellte Methode der Bemessung des Risikozuschlages ist intersubjektiv nicht nachvollziehbar, sie ist allein von der subjektiven Einschätzung des Bewertungssubjekts abhängig. Obwohl sich die Plausibilität der angegebenen Risikozuschläge prüfen läßt, ist diese Vorgehensweise aus theoretischer Sicht nach wie vor unbefriedigend. Kapitalmarktorientierte Lösungsansätze sind, wie dargestellt, nicht auf kleine und mittlere Unternehmen übertragbar.
- Die Einbeziehung von nicht-finanziellen Zielgrößen ist nach wie vor nicht befriedigend gelöst. Methoden zur Monetisierung von nicht-monetären Zielströmen, die für die Unternehmensbewertung nutzbar gemacht werden könnten, fehlen.
- Die Prognose der Etablierungskosten im Reproduktionswert als Wertobergrenze für kleine und mittlere Unternehmen ist nur äußerst schwierig durchführbar. Es fehlen Methoden zur Abschätzung der Etablierungskosten.

In dieser Arbeit sind Wirkungen der Besteuerung auf den Unternehmenswert ignoriert worden. Die Besteuerung hat jedoch erhebliche Einflüsse auf die Einzahlungen des Unternehmens an den Investor. Darüber hinaus hat die Höhe der Ausschüttungen wiederum erheblichen Einfluß auf die persönlichen Steuern des Unternehmers. Aus diesen Gründen ist eine Einbeziehung der Steuerbelastung sowohl aus theoretischer als auch aus praktischer Sicht geboten.⁸⁸ Für die hier dargestellte Problematik hätte die Einbeziehung der ertragsteuerlichen Einflüsse keinen weiteren Erkenntnisfortschritt gebracht, die Darstellung wäre aber erheblich komplexer geworden. Die Übertragung von Methoden zur Berücksichtigung von Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung, die Theorie und Praxis der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre entwickelt haben⁸⁹, scheint darüber hinaus unproblematisch.

⁸⁸ So auch Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, R./Siegel, T./Wagner, F. W. (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung, Festschrift für Dieter Schneider, Wiesbaden 1995, S. 19ff.; Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 173.

⁸⁹ Vgl. beispielsweise Siepe, G.: Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung, Teil I, WPg, 50. Jg. (1997), S. 1ff.; Siepe, G.: Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung, Teil II, WPg, 50. Jg. (1997), S. 37ff.; Ballwieser, W.: Kalkulationszinsfuß und Steuern, DB, 50. Jg. (1997), S. 2393ff.; Siegel, T.: Steuern in der Unternehmensbewertung bei Wachstum und Risiko, DB, 50. Jg. (1997), S. 2389ff.; Popp, M.: Simultan integrierte Unternehmensbewertung, DStR, 36. Jg. 1998), S. 542ff.; Günther, R.: Unternehmensbewertung: Ermittlung des Ertragswerts nach Einkommensteuer bei Risiko und Wachstum, DB, 51. Jg. (1998), S. 382ff.

Die offenen Probleme einer besonderen Bewertung für kleine und mittlere Unternehmen erfordern noch verstärkte Forschungsaktivitäten. Mit dem virulent werdenden Nachfolgeproblem und dem stärkeren öffentlichen Interesse an den Problemen des Mittelstandes sind allerdings auch stärkere Bemühungen in diesem Bereich zu erwarten.

6.6.2 Praktische Probleme

Bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen tauchen besondere praktische Probleme auf. Das Budget, das ein potentieller Käufer oder Verkäufer für eine Bewertung eines kleineren Unternehmens zur Verfügung hat, ist i.d.R. viel geringer als bei einem Großunternehmen.⁹⁰ Aus diesem Grund ist der Bewerter gehalten, die Bewertung möglichst kostengünstig zu gestalten. Die Komplexität der Bewertung muß folglich in der Praxis soweit wie möglich, d.h. ohne die Bewertungsergebnisse stark zu verfälschen, reduziert werden.

Dieses Problem wird noch dadurch verschärft, daß in kleinen und mittleren Unternehmen oft betriebswirtschaftliche Rechenwerke und Planungen, auf die sich ein Bewerter stützen könnte, fehlen bzw. nur mangelhaft sind (vergleiche Kapitel 2.3.2 dieser Arbeit). Um eine gute Datenbasis für die Bewertung zu erhalten, müßten eigentlich sowohl ein Planungsinstrumentarium als auch ein betriebswirtschaftlichen Ansprüchen genügendes Rechnungswesen in dem Bewertungsobjekt implementiert werden. Dies würde den Rahmen einer Unternehmensbewertung - sowohl in finanzieller als auch in zeitlicher Hinsicht - sprengen. Daher steht der Bewerter in der Praxis vor der Situation, mit einer nur sehr geringen Datenbasis arbeiten zu müssen. Zur Prognose der Einzahlungsüberschüsse kann er eventuell auf Markt- und Branchenstudien aus öffentlich zugänglichen Quellen - Kammern, Branchenverbände, Banken, Wirtschaftsforschungsinstitute, Statistische Ämter des Bundes und der Länder etc. - zurückgreifen. Die Bemessung des angemessenen Unternehmerlohnes kann mit Gehaltsstudien, wie sie von Gewerkschaften und Arbeitsämtern veröffentlicht werden, vereinfacht werden. Der Rückgriff auf Sekundäruntersuchungen beinhaltet aber das Problem, daß beim Bewertungsobjekt durchaus andere Entwicklungen als auf dem Gesamtmarkt möglich sind.

⁹⁰ Vgl. auch Bremer, J.-G.: Die schematisierte Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 51.

Denkbar ist auch der Einsatz von Bewertern, die auf bestimmte Branchen spezialisiert sind und aus diesem Grund einige Vorarbeiten - volkswirtschaftliche und branchenspezifische Entwicklungslinien - auf das nächste Mandat übertragen können. Vereinfachungen, die aus Budgetgründen vorgenommen werden, dürfen allerdings nicht zu erheblichen Abweichungen vom Wert, der bei voller Anwendung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen errechnet worden wäre, führen. Wäre dies der Fall, hätte dies unter Umständen erhebliche ökonomische Nachteile für den Mandanten zur Folge, die die Ersparnis bei der Bewertung übertreffen würden. Aus diesem Grund scheiden die Praktikerverfahren als alleiniges Bewertungsinstrument für Unternehmen - trotz ihrer schnellen und damit kostengünstigen Anwendung - aus.

Die Bewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen steht also vor einer ganz besonderen Problematik: Die für die Bewertung verfügbaren Geldmittel sind i.d.R. sehr gering. Die Bedingungen für die Bewertung in den Unternehmen sind allerdings so, daß sie eine besonders umfassende - und damit teure - Bewertung erfordern würden. Dieses Dilemma ist nicht vollständig aufzulösen. Vorsichtige Vereinfachungen, z.B. durch Rückgriff auf Marktstudien und ähnliches, sind notwendig. Allerdings muß sich der Bewerter dieser Vereinfachungen bewußt sein. Das Ertragswertverfahren und seine Modifikationen für kleine und mittlere Unternehmen stellen selbst schon erhebliche Vereinfachungen der Bewertung dar. Weitere Komplexitätsreduktionen erfordern daher große Vorsicht.

7 Schlußbetrachtung: Zusammenfassung und Ausblick

Nachdem zunächst Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen diskutiert wurden und die Grundlagen der Unternehmensbewertung dargestellt worden sind, sind diese beiden Theoriegebäude auf den zweistufigen Prozeß der Unternehmensbewertung für den Fall eines kleinen und mittleren Unternehmens angewandt worden. In der ersten Stufe wurde die Bewertungssituation bei kleinen und mittleren Unternehmen systematisiert, indem potentielle Käufer (Management, Belegschaft, Großunternehmen, andere kleine und mittlere Unternehmen, Existenzgründer und Beteiligungsgesellschaften) eines Unternehmens und ihre möglichen Zielsetzungen vorgestellt worden sind und potentielle Motive für den Verkauf eines kleinen und mittleren Unternehmens aufgezeigt wurden. Aus den spezifischen Umständen konnten bewertungsrelevante Besonderheiten bei kleinen und mittleren Unternehmen abgeleitet werden: die Personenbezogenheit, das spezifische Risiko, dem Eigentümer-Unternehmer ausgesetzt sind, die Relevanz des Unternehmerlohns und Reproduktion und Liquidation als Alternative zum Kauf bzw. Verkauf.

Ob diese Besonderheiten in den Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen, die sich in der betriebswirtschaftlichen Literatur finden, berücksichtigt werden, wurde in Kapitel 5 geprüft. Es wurde festgestellt, daß keines der vorgestellten Verfahren alle diese Besonderheiten bei der Wertfindung berücksichtigt. Die Arbeit mündet in der Entwicklung eines modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen - der zweiten Stufe der Unternehmensbewertung. Nachdem die Abgrenzung des Bewertungsobjekts mit ihren Auswirkungen auf die Bewertung dargestellt wurde, sind Modifikationen an dem Ertragswertverfahren vorgenommen worden, die die oben genannten Besonderheiten in das modifizierte Ertragswertverfahren bei kleinen und mittleren Unternehmen integrieren. Dieses Verfahren wurde an einem Beispiel demonstriert und offene Probleme, die weitere Forschungsaktivitäten erfordern, wurden aufgezeigt.

Einer der Schwerpunkte der Arbeit war die Integration der Besonderheit der Personenbezogenheit von kleinen und mittleren Unternehmen, die gerade in einer Bewertungssituation Kauf bzw. Verkauf eines Unternehmens besonders ins Gewicht fällt, in die Unternehmensbewertung durch Unternehmerlohn und Unternehmerqualität. Für den Unternehmerlohn wurde der alternativ in einem Angestelltenverhältnis erzielbare Lohn als korrekter Ansatz identifiziert. Als

Bestimmungsfaktoren für die Unternehmerqualität wurden insbesondere Fachkenntnisse und Branchenerfahrung, kaufmännische Kenntnisse, kommunikative Fähigkeiten, Kreativität, „need for achievement“, „internal locus of control“, Risikotoleranz und Risikominimierung, Bereitschaft und Fähigkeit viel zu arbeiten sowie Unterstützung im Privatleben genannt. Ergänzt wird die Betrachtung dieser Besonderheiten durch die Möglichkeit zur Reproduktion und Liquidation vieler kleiner und mittlerer Unternehmen und größenspezifischer Risikoüberlegungen. Außerdem ist bei einer Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen ein besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung des Bewertungsobjektes zu richten. Das dargestellte modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen stellt einen Ansatz zur Integration dieser Besonderheiten in die Unternehmensbewertung dar. Mit diesem Ansatz wurde versucht, die Theorie der Unternehmensbewertung stärker an das Praxisproblem der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen anzunähern.

Weitere Forschungsaktivitäten in dem Bereich der Bewertung der kleinen und mittleren Unternehmen sind zu wünschen. Während die Bewertung von börsennotierten Unternehmen eine außerordentliche Aufmerksamkeit in der deutschen betriebswirtschaftlichen Literatur erfährt, die nicht ihrer praktischen Bedeutung entspricht, werden die eigentümerbestimmten Unternehmen bislang nur am Rande behandelt. Es ist aber zu erwarten, daß sich das Interesse von Theorie und Praxis im Zuge des aktuellen Nachfolgeproblems im Mittelstand verstärkt auf den Kauf/Verkauf - als einer möglichen Lösung des Nachfolgeproblems - von kleinen und mittleren Unternehmen und damit auch auf deren Unternehmensbewertung konzentrieren wird. Ergänzt wird dieser Trend durch neue Aufgaben für die Unternehmensbewertung, wie sie etwa das Managementinstrument „Shareholder Value“ darstellt.

Die Wiederannäherung von theoretisch diskutierten und praktisch relevanten Problemen in der Unternehmensbewertung mit einer Wende hin zur Betrachtung der kleinen und mittleren Unternehmen, die mit dieser Arbeit begonnen wurde, steht allerdings noch am Anfang und bedarf weiterer Bemühungen.

Literaturverzeichnis

3i Group plc: Company Facts 1996, o.O., o. Jg.

Aaker, D. A./Day, G. S.: Marketing Research, 4th Edition, New York u.a. 1990.

Ackelsberg, R./Arlow, P.: Small Businesses do plan and it pays off, Long Range Planning, No. 5, Vol. 18 (1985), S. 61 - 67.

Acs, Z. J.: Small Firms and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy (De Vries Lectures in Economics), Oxford 1996, S. 1- 62.

Adams, M.: Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die Aktiengesellschaft, o. Jg. (1989), S. 333 - 338.

Aiginger, K./Tichy, G.: Small Firms and the Merger Mania, Small Business Economics, 3. Jg. (1991), S. 83 - 101.

Aigner, H./Holzer, P.: Die Subjektivität der Unternehmensbewertung, Der Betrieb, 43. Jg. (1990), S. 2229 - 2232.

Albach, H.: Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen in der Marktwirtschaft, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53. Jg. (1983), S. 870 - 887.

- : Shareholder Value, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 64. Jg. (1994), S. 273 - 275.

Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität - Chancen, Risiken, Maßnahmen, Gütersloh 1989.

Albrecht, S.: Erfolgreiche Zusammenschlußstrategien, Wiesbaden 1994.

Albrecht, T.: Kritische Überlegungen zur Discounted Cash-Flow Methode - Anmerkungen. Zur Äquivalenz von Brutto- und Netto-Methode der Unternehmenswertermittlung. Kritische Anmerkungen zum Beitrag von Hans-Jürgen Kirsch/Clemens Krause, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997), S. 511 - 516.

Aldendorfer, M. S./Blackfield, R. K.: Cluster Analysis, West Hillcrest 1984.

Alvano, W.: Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung, Köln 1988.

Ammon, L./Görlitz, S.: Die kleine Aktiengesellschaft, Bielefeld 1995.

Ang, J. S.: On the Theory of Finance for Privately Held Firms, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 185 - 203.

- : Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 1 - 13.

Angermann, T.: Unternehmensnachfolge, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1992, S. 413 - 424.

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft: Analyse der für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes notwendigen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von MBOs, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42. Jg. (1990), S. 830 - 850.

- : Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48 Jg. (1996), S. 543 - 578.

Aristoteles: Hauptwerke, ausgewählt, übersetzt und eingeleitet von W. Nestle, Stuttgart 1977.

Armstrong, J. S.: The Value of Formal Planning for Strategic Decisions: Review of Empirical Research, Strategic Management Journal, Vol. 3 (1982), S. 197 - 211.

Audretsch, D. B./Elston, J. A.: Financing the German *Mittelstand*, Small Business Economics, Vol. 9 (1997), S. 97 - 110.

Axelson, L./Rind Christensen, P.: How Entrepreneurial is the research in small business and entrepreneurship in Denmark, Working Paper 1996/1, Centre for Small Business Studies, Southern Denmark Business School, Kolding 1996.

Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R.: Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 7. Auflage, Berlin u.a. 1994.

Badger, R. E.: Valuation of Industrial Securities, Englewood Cliffs 1925.

Baetge, J./Krause, C.: Die Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 46. Jg. (1994), S. 433 - 456.

Ballwieser, W.: Die Wahl des Kalkulationszinsfußes bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Risiko und Geldentwertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 33. Jg. (1981), S. 97 - 114.

- : Unternehmensbewertung bei unsicherer Geldentwertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 40. Jg. (1988), S. 798 - 812.

- : Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Auflage, Wiesbaden 1990.

- : Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, G./Gerke, W. et al. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 151 - 176.

- : Adolf Moxter und der Shareholder Value Ansatz, in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift für Adolf Moxter, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. et al., Düsseldorf 1994, S. 1377 - 1405.

- : Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), S. 119 - 129.

- : Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, R./Siegel, T./Wagner, F. W. (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung, Festschrift für Dieter Schneider, Wiesbaden 1995, S. 15 - 37.

- : Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? - Kritik an den Thesen von Barthel -, Der Betrieb, 50. Jg. (1997), S. 185 - 191.

- : Kalkulationszinsfuß und Steuern, Der Betrieb, 50. Jg. (1997), S. 2393 - 2396.

- : Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), S. 81 - 92.

Ballwieser, W./Schmid, H.: Charakteristika und Problembereiche von Management Buy-Outs, Teil I, Das Wirtschaftsstudium, 19. Jg. (1990), S. 299 - 305.

- : Charakteristika und Problembereiche von Management Buy-Outs, Teil II, Das Wirtschaftsstudium, 19. Jg. (1990), S. 358 - 363.

Balz, G. K.: Rechtstatsachen zur Ausschließung und zum Austritt von Gesellschaftern der GmbH, GmbH-Rundschau, 74. Jg. (1983), S. 185 - 193.

Bamberg, G./Baur, F.: Statistik, 8. Auflage, München u.a. 1993.

Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 8. Auflage, München 1994.

Bamberger, I.: Business Policy Planning in Small and Medium-Sized-Firms, management international review, 20. Jg. (1980), S. 29 - 38.

Bamberger, I./Pleitner, H. J. (Hrsg.): Strategische Ausrichtung kleiner und mittlerer Unternehmen, Berlin 1988 (Internationales Gewerbearchiv, Sonderheft 2).

Barthel, C. W.: Unternehmenswert - Der Markt bestimmt die Bewertungsmethode, Der Betrieb, 43. Jg., 1990, S. 1145 - 1152.

- : Handlungsalternativen bei der Abgrenzung von Bewertungseinheiten, Deutsches Steuerrecht, 32. Jg. (1994), S. 1321 - 1328.

- : Unternehmenswert: Die nutzenorientierten Bewertungsverfahren - Zur Fragwürdigkeit des sogenannten „Alleingültigkeitsanspruches des Ertragswertverfahrens“, Deutsches Steuerrecht, 33. Jg. (1995), S. 343 - 351.

- : Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren - Vergleichsverfahren schlägt Ertragswert, Der Betrieb, 49. Jg. (1996), S. 149 - 163.

Bauer, J.-H.: Outsourcing out?, Betriebs-Berater, 49. Jg. (1994), S. 1433 - 1436.

Baumol, W. J.: Entrepreneurship in Economic Theory, American Economic Review, 58. Jg. (1968), S. 64 - 71.

Beck, P.: Unternehmensbewertung bei Akquisitionen - Methoden - Anwendungen - Probleme, Wiesbaden 1996.

Bellinger, B.: Eine Wende in der Unternehmensbewertung? - Zur Stichtagsbezogenheit jeder Unternehmensbewertung, Die Wirtschaftsprüfung, 33. Jg. (1980), S. 575 - 584.

Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout in a Bargaining Game with Assymetric Information, American Economic Review, Vol. 86 (1996), S. 502 - 523.

Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P.: Marktforschung. Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, 7. Auflage, Wiesbaden 1996.

Berens, W./Delfmann, W.: Quantitative Planung, Stuttgart 1994.

Bergamin, S.: Der Fremdverkauf einer Familienunternehmung im Nachfolgeprozess, Motive - Vorgehenskonzept - Externe Unterstützung, Bern u.a. 1995.

Berthel, J.: Personal-Management, Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 3. Auflage, Stuttgart 1992.

Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L.: Corporate Finance, München 1998.

Bieler, S.: Die Unternehmensnachfolge als finanzwirtschaftliches Problem, Wiesbaden 1996.

Birch, D. L.: The Job Generation Process, Cambridge/Mass. 1979.

Böcking, H.-J./Nowak, K.: Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsproblematik bei Unternehmensbewertungen, Der Betrieb, 51. Jg. (1998), S. 685 - 690.

Boddy, D./Paton, R.: Management – An Introduction, London u.a. 1998.

von Böhm-Bawerk, E.: Wert, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, hrsg. von Elster, L./Weber, A./Wieser, F., 4. Auflage, Jena 1928, Band 8, S. 988 - 1006.

Bonbright, J. C.: The Valuation of Property, Vol. I, New York u.a. 1937.

Born, K.: Bilanzanalyse international - Deutsche und ausländische Jahresabschlüsse lesen und beurteilen, Stuttgart 1994.

- : Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode - Anmerkungen. Stellungnahme zum Beitrag von Hans-Jürgen Kirsch und Clemens Krause, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997), S. 509 - 510.

Börsig, C.: Unternehmenswert und Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45. Jg. (1993), S. 79 - 91.

Börstler, B.: Zur Personalsituation in mittelständischen Betrieben des Produzierenden Gewerbes: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, Göttingen 1982.

von Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept - Eine Möglichkeit zur Herauslösung krisenhafter Tochtergesellschaften, Hamburg 1989.

Bracker, J./Pearson, J. N.: Planning and Financial Performance of Small Mature Firms, Strategic Management Journal, Vol. 7 (1986), S. 503 - 522.

Bradley, K./Gelb, A.: Employee Buyouts of troubled companies, Harvard Business Review, Vol. 86 (1985), Sept.-Oct., S. 121 - 130.

Brealey, R. A./Myers, S. C.: Principles of Corporate Finance, 5th Edition, New York u.a., 1996.

Bremer, J.-G.: Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen, in: Rieper, B./Witte, T./Berens, W. (Hrsg.): Betriebswirtschaftliches Controlling - Planung, Entscheidung, Organisation, Festschrift für Dietrich Adam zum 60. Geburtstag, Wiesbaden 1996, S. 49 - 76.

Bretzke, W.-R.: Wertbegriff, Aufgabenstellung und formale Logik einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 35. Jg. (1975), S. 497 - 502.

- : Möglichkeiten und Grenzen einer wissenschaftlichen Lösung praktischer Prognoseprobleme, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 27. Jg. (1975), S. 496 - 515.

- : Zur Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 28. Jg. (1976), S. 153 - 165.

- : Zur Problematik des Objektivitätsanspruchs in der Unternehmensbewertungslehre - Ein Nachtrag zu einem Methodenstreit, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 28. Jg. (1976), S. 543 - 553.

- : Risiken in der Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 40. Jg. (1988), S. 813 - 823.

Brock, W. A./Evans, D. S.: Small Business Economics, Small Business Economics, 1. Jg. (1989), S. 7 - 20.

Brockhoff, K.: Prognosen, in: Bea, F. X./Dichtl, E./Schweitzer, M. (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2: Führung, 7. Auflage, Stuttgart 1997, S. 653 - 696.

Buchner, R./Englert, J.: Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, Betriebs-Berater, 49. Jg. (1994), S. 1573 - 1580.

Bühner, R.: Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990.

Bühner, R./Tuschke, A.: Outsourcing, Die Betriebswirtschaft, 57. Jg. (1997), S. 20 - 30.

Bull, I./Willard, G.: Towards a Theory of Entrepreneurship, in: Bull, I./Howard, T./Willard, G. (Ed.): Entrepreneurship, Kidlington 1995, S. 1 – 16.

Bundesministerium für Wirtschaft: Starthilfe - Der erfolgreiche Weg in die Selbständigkeit, 10. Auflage, Bonn 1997.

Bundesverband der Deutschen Industrie: Die neue Erbschaft- und Schenkungsteuer, BDI Aktuelle Steuerrundschau, Nr. 1/1997, S. 4 - 9.

Bundesverband mittelständischer Wirtschaft: Die Bedeutung der mittelständischen Wirtschaft, unveröffentlichtes Manuskript, o.O., o. Jg.

Burger, A.: Jahresabschlußanalyse, München u.a. 1995.

Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, 4. Auflage, Wiesbaden 1993.

- : Börsenmäßiges Eigenkapital für kleine und mittlere Unternehmen, Bank Archiv, 45. Jg. (1997), S. 94 - 104.

Busse von Colbe, W.: Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957.

Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelunternehmen, 2. Auflage, München u.a. 1996.

Büttner, U./Dräger, U./Geiß, M.: Expertensysteme zur Jahreabschlußanalyse für mittlere und kleine Unternehmen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 58. Jg. (1988), S. 229 - 251.

Cantillon, R.: Essai sur la nature du commerce en général, edited and translated by H. Higgs, London 1931.

Carlsson, B.: Small Business, Flexible Dynamics and Industrial Dynamics, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy (De Vries Lectures in Economics), Oxford 1996, S. 63 - 125.

Chandler, A. D. jr.: Strategy and Structure. Chapters in the History of Industrial Enterprise, Cambridge u.a. 1962.

Chell, E. H./Haworth, J./Brearley, S.: The entrepreneurial personality - Concepts, cases and categories, London 1991.

Chmielewicz, K.: Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaften, 3. Auflage, Stuttgart 1994.

Christoffel, H. G.: Anteilwert, GmbH-Steuerpraxis, 21. Jg. (1998), S. 37 - 41.

Coenenberg, A.G.: Verkehrswert und Restbetriebsbelastung im Rahmen der Entschädigung für die Enteignung landwirtschaftlicher Grundflächen, Der Betrieb, 39. Jg. (1986), Beilage 2.

- : Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: Busse von Colbe, W./Coenenberg, A.G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung - Grundlagen und Fallstudien (USW Schriften für Führungskräfte, Bd. 25), Stuttgart 1992, S. 89 - 108.

- : Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 15. Auflage, Landsberg/Lech 1995.

Coenenberg, A.G./Sautter, M. T.: Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen, Die Betriebswirtschaft, 48. Jg. (1988), S. 691 - 710.

Coenenberg, A. G./Schultze, W.: Unternehmensbewertung anhand von Entnahme- oder Einzahlungsüberschüssen: Die Discounted Cash Flow-Methode, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, FS für Günter Sieben, Stuttgart 1998, S. 269 - 299.

Collins, O. F./Moore, D. G./Unwalla, D. B.: The Enterprising Man, East Lansing 1964.

Commerzbank AG: Rund um die Börse 1997, Frankfurt/M. 1997.

Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert - Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1998.

Cuevas, J. G.: Towards a Taxonomy of Entrepreneurial Theories, International Small Business Journal, 12. Jg. (1993/94), No. 4, S. 77 - 88.

Csikszentmihalyi, M.: Kreativität, Stuttgart 1997.

Delmar, T.: Zum Risiko-Management des Unternehmers - Eine exploratorische Studie über unternehmerischen Erfolg und Mißerfolg, Internationales Gewerbearchiv, 44. Jg. (1996), S. 16 - 30.

Deregulierungskommission, Unabhängige Expertenkommission zum Abbau marktwidriger Regulierungen: Marktöffnung und Wettbewerb, Stuttgart 1991.

Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG: Praxis-Übernahme-Abgabe, Wissenswertes für Arzt und Zahnarzt, 13. Auflage, Düsseldorf 1995.

Deutsche Ausgleichsbank: Finanzierungsbausteine für Unternehmen mit Zukunft, Bonn 1997.

Deutsche Bank AG: Fit für die Zukunft! Mittelstandskongreß '97, Frankfurt/M. 1997.

Deutsche Bundesbank: Ertragslage und Finanzungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1996, Deutsche Bundesbank Monatsbericht, 49. Jg. (1997), Nr. 11, S. 31 - 55.

Dewing, A. S.: The Financial Policy of Corporations, 5th Edition, New York 1953.

Diedrich, R.: Substanzwertorientierte Verfahren zur Bewertung von Unternehmen in der ehemaligen DDR, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), S. 155 - 167.

Donaldson, G.: Managing Corporate Wealth - The Operation of a Comprehensive Financial Goal System, New York u.a. 1984.

Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, in: WP Handbuch 1992 - Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Band 2, 10. Auflage, Düsseldorf 1992, S. 1 - 136.

Drukarczyk, J.: Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Auflage, München 1993.

- : Finanzierung, 6. Auflage, Stuttgart u.a. 1993.

- : DCF-Methoden und Ertragswertmethode - einige klärende Anmerkungen, Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), S. 329 - 334.

- : Unternehmensbewertung, München 1996.

Drukarczyk, J./Richter, F.: Unternehmensgesamt看rt, anteilseignerorientierte Finanzentscheidungen und APV-Ansatz, Die Betriebswirtschaft, 55. Jg. (1995), S. 559 - 580.

Eberhardt, S.: Sicherung der langfristigen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Unternehmungen mit Hilfe des modifizierten Stakeholder-Value-Ansatzes, Stuttgart 1997.

Egger, A.: Stellungnahme zum Fachgutachten Unternehmensbewertung, Journal für Betriebswirtschaft, 40. Jg. (1990), S. 111 - 117.

Eisenführ, F.: Preisfindung für Beteiligungen mit Verbundeffekt, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 23. Jg. (1971), S. 467 - 479.

El-Namaki, M. S. S.: Small Business - The Myths and the Reality, Long Range Planning, Vol. 23 (1990), No. 4, S. 78 - 87.

Endriss, H. W./Haas, H.: Steuerkompendium, Band 1: Ertragsteuern, 6. Auflage, Herne u.a. 1993.

Esch, G./Baumann, W./Schulze zur Wiesche, D.: Handbuch der Vermögensnachfolge, 5. Auflage, Berlin 1997.

Eschbach, H.: Ein Generationskonflikt ist keine Familienschande, Handelsblatt vom 9./10. Mai 1997, Sonderteil Karriere, S. K1.

Everitt, B.: Cluster Analysis, 2nd Edition, London 1980.

Falterbaum, H. /Beckmann, H.: Buchführung und Bilanz, 15. Auflage, Achim 1993.

Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), S. 288 - 307.

- : Discounting under Uncertainty, Journal of Business, Vol. 69 (1996), S. 427.

Fishburn, P.C.: Decision and Value Theory, New York u.a. 1964.

Fisher, I.: The Theory of Interest, New York 1930.

Foster, J. M.: Scenario Planning for Small Businesses, Long Range Planning, Vol. 26 (1993), No. 1, S. 123 - 129.

Frank, C.: Strategische Partnerschaften in mittelständischen Unternehmen, Wiesbaden 1994.

Franke, G./Hax, H.: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Auflage, Berlin u.a. 1994.

Freeman, C.: The Economics of Industrial Innovation, Cambridge/Mass. 1982.

Freeman, R. E.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston u.a. 1984.

Freygang, W.: Kapitalallokation in diversifizierten Unternehmen - Ermittlung divisionaler Eigenkapitalkosten, Wiesbaden 1993.

Fritz, W./Förster, F./Raffée, H. et al.: Unternehmensziele in Industrie und Handel, Die Betriebswirtschaft, 45. Jg. (1985), S. 375 - 391.

Fröhlich, W.: Personalentwicklung und Führung - Innovative Ansätze zur Gestaltung eines modernen Personalmanagements, IHK-Hochschulschriften, Edition Personalwirtschaft und Organisation, Flensburg 1997.

Fröhlich, W./Braun, B.: Zukunftsperspektive Personalmanagement in Kleinen und Mittleren Unternehmen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.): Value Development, Frechen-Königsdorf 1998, S. 141 - 175.

- : Outsourcing von Personalmanagementfunktionen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.): Value Development, Frechen-Königsdorf 1998, S. 249 - 271.

Führich, E.: Wirtschaftsprivatrecht, München 1992.

Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung in der Praxis, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg. (1995), S. 491 - 514.

Funk, J./Börsig, C.: Treffsicherheit von Planungsprognosen und Planerreicherung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45. Jg. (1993), S. 554 - 564.

Gessler, E.: Zur Buchwertabfindung bei Ausscheiden aus einer GmbH, GmbH-Rundschau, 75. Jg. (1984), S. 29 - 35.

Gösche, A.: Mergers & Acquisitions im Mittelstand - Unternehmen und Beteiligungen gezielt kaufen und verkaufen: Planung, Strategie, Durchführung, Integration, Wiesbaden 1991.

- : Es gibt nicht den Wert schlechthin, Handelsblatt vom 29. April 1992, Beilage Mergers & Acquisitions, S. B10.

Götze, U./Bloech, J.: Investitionsrechnung: Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben, 2. Auflage, Berlin u.a. 1995.

Goetzke, W.: Bewertung freiberuflicher Praxen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 28. Jg. (1976), S. 525 - 542.

Graf von Faber-Castell, A./Steinmann, H.: Probleme strategischer Unternehmensführung in einem Mittelbetrieb - Ein Erfahrungsbericht, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53. Jg. (1983), S. 1066 - 1075.

Graf von der Groeben, F.: Management Buyout, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 41. Jg. (1988), S. 266 - 268.

Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen bei Veräußerung und Auseinandersetzung, Der Betrieb, 40. Jg. (1987), S. 2421 - 2426.

Grossman, S./Hart, O.: An Analysis of the Principal-Agent Problem, Econometrica, Vol. 51 (1983), S. 7 - 45.

Gruhler, W.: Beschäftigung in Mittelständischen Betrieben Ost- und Westdeutschlands, iw-trends, o. Jg. (1997), Nr. 2.

Günther, R.: Unternehmensbewertung: Ermittlung des Ertragswertes nach Einkommensteuer bei Risiko und Wachstum, Der Betrieb, 51. Jg. (1998), S. 382 - 387.

Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Die Produktion, 24. Auflage, Berlin u.a. 1983.

Haas, G.: Die Earn-Out-Methode bei der Unternehmensbewertung, Betriebs-Berater, 30. Jg. (1975), S. 182.

Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash-Flow Verfahren, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg. (1996), S. 251 - 277.

- : Der Discounted Cash Flow als Unternehmenswert, Das Wirtschaftsstudium, 25. Jg. (1996), S. 357 - 366.

Hafner, R.: Unternehmensbewertung als Instrument zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 45. Jg. (1993), S. 79 - 89.

Hahn, D.: Unternehmungsphilosophie und Führungsorganisation in Familienunternehmungen, in: Strategische Unternehmensplanung, Strategische Unternehmensführung - Stand und Entwicklungstendenzen, 6. Auflage, herausgegeben von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 755 - 774.

Hahn, D./Hölter, E./Steinmetz, D.: Gesamtunternehmungsmodelle als Entscheidungshilfe im Rahmen der Zielplanung, strategischen und operativen Planung, in: Strategische Unternehmensplanung, Strategische Unternehmensführung - Stand und Entwicklungstendenzen, 6. Auflage, herausgegeben von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 687 - 717.

Hake, T.: Die kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland - Ähnlich gelagerte Probleme und Chancen, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 967 - 972.

Haller, A.: Die „Generally Accepted Accounting Principles“ - Die Normen der externen Rechnungslegung in den USA, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42. Jg. (1990), S. 751 - 777.

- : US-GAAP, Die Betriebswirtschaft, 58. Jg. (1998), S. 126 – 128.

Haneke, W.: Die Bestimmung der optimalen Unternehmungsweise und deren Bedeutung für die Unternehmensbewertung, Münster 1969.

Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen: Gründung, Führung, Chancen, Risiken, Landsberg/Lech, 1990.

- : Unternehmensführung, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 43 - 73.

Hamilton, R. H.: Scenarios in Corporate Planning, Journal of Business Strategy, Vol. 2 (1981), No. 1, S. 82 - 87.

Handwerkskammer Flensburg: Checkliste zur Betriebsübernahme - Bei der Betriebsübergabe Fehler vermeiden, Flensburg 1997.

Harman, H. H.: Modern Factor Analysis, 3rd Edition, Chicago 1976.

Harrer, H.: Das Unsicherheitsmoment beim Ertragswert - Versuch einer rechnerischen Abgrenzung, Der Betrieb, 9. Jg. (1956), S. 309 - 311.

Harrison, B.: The Small Firms Myth, California Management Review, o. Jg. (1994), No. 4, S. 142 - 156.

Hartmann, F. G.: Entscheidungstheoretischer Beitrag zur Bewertungslehre unter besonderer Berücksichtigung der Variantenrechnung, St. Gallen 1970.

Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung beim Management Buy-Out, Hamburg 1995.

Hauschildt, J.: Entscheidungsziele: Zielbildung in innovativen Entscheidungsprozessen, Tübingen 1977.

Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche, arbeits- und gesellschaftsrechtliche Aspekte des Management Buy-Out, Betriebs-Berater, 42. Jg. (1987), S. 2169 - 2178.

Hax, H.: Entscheidungsmodelle in der Unternehmung, Reinbek 1974.

- : Investitionstheorie, 5. Auflage, Heidelberg 1993.

Hébert, R. F./Link, A. N.: In Search of the Meaning of Entrepreneurship, Small Business Economics, 1. Jg. (1989), S. 39 - 49.

Helbling, C.: Unternehmenswertoptimierung durch Restrukturierungsmassnahmen durch Minimierung des betrieblichen Substanzwertes, Die Unternehmung, 43. Jg. (1989), S. 173 - 182.

- : Unternehmensbewertung in der Praxis - Ergebnisse einer Umfrage, Schweizer Treuhänder, 63. Jg. (1989), S. 561 - 565.

- : DCF-Methode und Kapitalkostensatz in der Unternehmensbewertung falls kein Fair Market Value, Schweizer Treuhänder, 67. Jg. (1993), S. 157 - 164.

- : Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Auflage, Düsseldorf 1995.

- : Bewertung von KMU - Grundsätze und Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 931 - 938.

Henderson, B. D.: Die Erfahrungskurve in der Unternehmensstrategie, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1986.

Hennerkes, B.-H./Binz, M. K.: Die Buchwertabfindung - ein Fossil unserer Zeit?, Der Betrieb, 36. Jg. (1983), S. 2669 - 2674.

Heurung, R.: Zur Anwendung und Angemessenheit verschiedener Unternehmenswertverfahren im Rahmen von Umwandlungsfällen (Teil II), Der Betrieb, 50. Jg. (1997), S. 888 - 892.

Hodgetts, R. M./Kuratko, D. F.: Effective Small Business Management, Fort Worth u.a. 1992.

Höfer, J.: Erben von Betriebsvermögen wurden bei der Reform geschont, Handelsblatt vom 7. April 1997, S. 21.

Hofmann, U.: Nachfolgeplanung in mittelständischen Unternehmen. Zivil- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Probleme und Lösungsansätze, Wiesbaden 1996.

Hoffmann, R./Ramke, R.: Management Buy-Out in der Bundesrepublik Deutschland. Anspruch, Realität und Perspektiven, 2. Auflage, Berlin 1992.

Holler, M. J.: Ökonomische Theorie der Verhandlungen, 3. Auflage, München u.a. 1992.

Holzapfel, H.-J./Pöllath, R.: Recht und Praxis des Unternehmenskaufs. Rechtliche und steuerliche Aspekte, 5. Auflage (RWS-Skript 135), Köln 1990.

Hopfenbeck, W.: Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre, 9. Auflage, Landsberg/Lech, 1995.

Hosterbach, E.: Unternehmensbewertung - Die Renaissance des Substanzwertes, Der Betrieb, 40. Jg. (1987), S. 897 - 902.

Humpert, F. W.: Unternehmensakquisition - Erfahrungen beim Kauf von Unternehmen, Die Betriebswirtschaft, 45. Jg. (1985), S. 30 - 41.

Industrie- und Handelskammer zu Flensburg: Finanzierungshilfen für gewerbliche Existenzgründungsvorhaben, Flensburg 1997.

Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Die Wirtschaftsprüfung, 36. Jg. (1983), S. 468 - 480.

- : Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen, Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), S. 26 - 29.

Investitionsbank Schleswig-Holstein: Selbständig werden – Informationen für Existenzgründerinnen und Existenzgründer in Schleswig-Holstein, Kiel 1997.

Jacob, A.-F.: Finanzierungsregeln, Vertrauenskapital und Risikoaversion, in: Kistner, K.-P./Schmidt, R. (Hrsg.): Unternehmensdynamik, Festschrift für Horst Albach, Wiesbaden 1991, S. 111 - 131.

Jaensch, G.: Ein einfaches Modell der Unternehmensbewertung ohne Kalkulationszinsfuß, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 18. Jg. (1966), S. 660 - 679.

Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement – Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, St. Gallen 1992.

Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites. The Psychology of Entrepreneurs and Intrapreneurs, London u.a. 1994.

Jensen, M. C.: Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2 (1988), Winter, S. 21 - 48.

Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305 – 360.

Jonas, M.: Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted-Cash-flow-Methode in Deutschland, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 47. Jg. (1995), S. 83 - 98.

Julien, P. A.: Small Business As A Research Subject: Some Reflections on Knowledge of Small Business and Its Effects on Economic Theory, Small Business Economics, 5. Jg. (1993), S. 157 - 166.

Kaden, J./Wagner, W./Weber, T. et al.: Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode. Methodenharmonisierung von Ertragswert und Discounted Cash Flow, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1997), S. 499 - 508.

Kao, J.: Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings, Englewood Cliffs 1989.

Kapitalbeteiligungsgesellschaft Schleswig-Holstein mbH: Unternehmensbroschüre, o.O., o. Jg.

Kaplan, S.: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics, 24. Jg. (1989), S. 217 - 254.

Kirchhoff, B. A./Greene, P. G.: Understanding the Theoretical and Empirical Content of Critiques of US Job Creation Research, *Small Business Economics*, 10. Jg. (1998), S. 153 - 169.

Kirsch, H.-J./Krause, C.: Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 66. Jg. (1996), S. 793 - 812.

- : Kritische Überlegungen zur Discounted Cash Flow-Methode - Anmerkungen zu den Anmerkungen. Anmerkungen zu den Beiträgen von Kaden/Wagner/Weber/Wenzel und Born. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 67. Jg. (1997), S. 517 - 518.

Kirschbaum, G./Naujoks, W.: Planung im Kleinbetrieb, in: *Handwörterbuch der Planung*, hrsg. von Szyperski, N., Stuttgart 1989, Sp. 828 - 834.

Kittner, M.: „Human Ressources“ in der Unternehmensbewertung, *Der Betrieb*, 50. Jg. (1997), S. 2285 - 2290.

Klandt, H.: Aktivität und Erfolg des Unternehmensgründers. Eine empirische Analyse unter Einbeziehung des mikrosozialen Umfelds, Bergisch Gladbach 1984.

- : Erkenntnis- und gestaltungsorientierte Überlegungen zur Unternehmerperson und ihrem mikrosozialen Umfeld als Erfolgsfaktoren der Unternehmung. Ein Problemaufriß mit Orientierung auf die Unternehmergeausbildung, in: Schmude, J.: *Unternehmensgründung - Beiträge zur interdisziplinären Gründungsforschung*, Heidelberg 1994, S. 94 - 109.

- : Der Unternehmensgründer, in: *Gründungsplanung und Gründungsfinanzierung*, hrsg. Von Dieterle, W. K. M. und Winckler, E.-M., 2. Auflage München 1995, S. 1 -22.

- : Zum Stand der akademischen Forschung im Bereich der Kleinen und Mittleren Unternehmen und der Unternehmensgründung in Deutschland, in: Pleitner, H. J. (Hrsg.): *Bedeutung und Behauptung der KMU in einer neuen Umfeldkonstellation*, Beiträge zu den *Rencontres de St. Gall* 1996, S. 133 - 156.

- : Gründerpersönlichkeit und Unternehmenserfolg, in: *Chancen und Risiken der Existenzgründung*, Materialsammlung zum Fachkongreß „Existenzgründungsberatung“ des Bundesministeriums für Wirtschaft am 13. September 1995 in Dresden, Dokumentation des BMWi Nr. 392, Bonn 1996, S. 18 - 22.

Knüsel, D.: Unternehmensbewertung in der Schweiz, *Schweizer Treuhänder*, 66. Jg. (1992), S. 309 - 314.

Kojima, T.: *Die zweite Lean Revolution*, Landsberg/Lech 1995.

Koller, I.: Der Ausschluß ohne wichtigen Grund zum Buchwert bei Familiengesellschaften, *Der Betrieb*, 37. Jg. (1984), S. 545 - 549.

Korth, H.-M.: Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung, Marktpreisabgeltung und Rechtsprechung - Eine Bestandsaufnahme für die Praxis, *Betriebs-Berater*, 47. Jg. (1992), Beilage 19.

Kraus-Grünewald, M.: Unternehmensbewertung und Verkäuferposition bei Akquisitionen, in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, hrsg. von Ballwieser, W./Böcking, H.-J. et al., Düsseldorf 1994, S. 1435 - 1456.

- : Gibt es einen objektiven Unternehmenswert? Zur besonderen Problematik bei Unternehmenstransaktionen, Betriebs-Berater, 50. Jg. (1995), S. 1839 - 1844.

Kruschwitz, L.: Probleme der Ermittlung und Beurteilung von Eigenkapitalquoten, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kundennähe, Quasi-Eigenkapital (Ergebnis des Lüneburger Mittelstands-Symposiums 1988), Stuttgart 1989, S. 207 - 234.

- : Finanzierung und Investition, Berlin u.a. 1995.

Kruschwitz, L./Löffler, A.: Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereiches Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 43 - 52.

Krystek, U.: Unternehmungskultur und Akquisition, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 62. Jg. (1992), S. 539 - 565.

Künnemann, M.: Objektivierete Unternehmensbewertung, Frankfurt 1985.

Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing the Small Business, New York u.a. 1993.

Lanfermann, J.: Meinungsspiegel, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 40. Jg. (1988), S. 564 - 583.

Langhøft-Lønroth, H.: Acquisition Appraisal: A Stock Market and An Acquiring Company Perspective, Aarhus 1995.

Langholz, R.: MobilCom sieht kein Ende des Mobilfunk Booms, Kieler Nachrichten vom 6. Februar 1997.

Laux, H.: Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Berlin u.a. 1995.

Lehmann, M.: Betriebsvermögen und Sonderbetriebsvermögen. Ein Beitrag zur konzeptorientierten Anwendung des Erfolgsteuerrechts auf Personengesellschaften, Wiesbaden 1997.

Lerbinger, P.: Unternehmensakquisition durch LBO, Die Bank, o. Jg. (1986), S. 133 - 142.

Lezius, M.: Die Nachfolger sind die eigenen Manager, Der Arbeitgeber, 41. Jg. (1989), S. 924 - 931.

Liedtke, D.: Eigenmittel schaffen Luft für Wachstum, Handelsblatt Nr. 81 vom 28. April 1998, S. 26.

Lindahl, E.: The Concept of Income, in: Economic Essays in Honour of Gustav Cassel, London 1933, S. 399 - 407.

Liniger, H. U.: Die Umweltproblematik in der Unternehmensbewertung: Altlasten als rechtliche und finanzielle Herausforderung, Schweizer Treuhänder, 69. Jg. (1995), S. 71 - 78.

Lintner, J.: The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics, 47. Jg. (1965), S. 13 -37.

Lipfert, H.: Finanzierungsregeln und Bilanzstrukturen, in: Finanzierungshandbuch, hrsg. von Janberg, H., Wiesbaden 1970.

Löffler, C.: Die Wirkung der strategischen Planung auf den Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1995.

Löhr, D.: Die Grenzen des Ertragswertverfahrens, Frankfurt/M. 1994.

Low, M. B./MacMillan, I. C.: Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges, Journal of Management, Vol. 14 (1988), S. 139 - 161.

Low, M. B./Srivatsan, V.: What does it mean to trust an entrepreneur?, in: International Entrepreneurship, edited by Birley, S./MacMillan, I. C., London u.a., S. 59 - 78.

Lubatkin, M.: Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, Academy of Management Review, Vol. 8 (1983), S. 218 - 225.

Lück, W.: Wirtschaftsprüfung und Treuhandwesen, 2. Auflage, Stuttgart 1991.

Luehrmann, T. A.: What's it worth? A General Manager's Guide to Valuation, Harvard Business Review, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 132 - 142.

- : Using APV: A Better Tool for Valuing Operations, Harvard Business Review, Vol. 75 (1997), No. 3, S. 145 - 154.

Luippold, T. L.: Management Buy-Outs. Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern u.a. 1991.

Lutz, H.: Zum Konsens und Dissens in der Unternehmensbewertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 33. Jg. (1981), S. 146 - 155.

Lwowski, H.-J.: Erscheinungsformen des Quasi-Eigenkapitals in der Unternehmenspraxis, in: Albers, S./Herrmann, H. (Hrsg.): Elemente erfolgreicher Unternehmenspolitik in mittelständischen Unternehmen: Unternehmenskultur, Kundennähe, Quasi-Eigenkapital (Ergebnis des Lüneburger Mittelstands-Symposiums 1988), Stuttgart 1989, S. 165 - 185.

Macharzina, K.: Unternehmensführung. Das internationale Managementwissen, Wiesbaden 1993.

Maltry, H./Löttgert, I.: Bewertung mittelständischer Unternehmen: Bewertungskonzeption und Besonderheiten, steuern + gewerbe, o. Jg. (1994), Heft 3, S. 14 - 21.

Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung - Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997.

Mannesmann AG: Geschäftsbericht 1996.

Markowitz, H. M.: Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol. 7 (1952), No. 3, S. 77 - 91.

Matschke, M. J.: Der Argumentationswert der Unternehmung - Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 28. Jg. (1976), S. 517 - 524.

- : Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen am Beispiel der Bestimmung der angemessenen Barabfindung für den ausgeschlossenen oder ausscheidungsberechtigten Minderheits-Kapitalgesellschafter, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 33. Jg. (1981), S.115 - 129.

- : Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 45. Jg. (1993), S. 1 - 24.

- : Unternehmensbewertung: Anlässe und Konzeptionen, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 971 - 974.

- : Unternehmensbewertung: Wertarten nach Art ihrer Ermittlung, in: Corsten, H. (Hrsg.): Lexikon der BWL, 3. Auflage, München u.a. 1995, S. 974 - 979.

Maul, K.-H.: Offene Probleme der Bewertung von Unternehmen durch Wirtschaftsprüfer, Der Betrieb, 45. Jg. (1992), S. 1253 - 1259.

McClelland, D. C.: The achieving society, New York 1967.

McNeill Stancill, J.: LBOs for Smaller Companies, Harvard Business Review, 66. Jg. (1988), January-February, S. 18 - 26.

Meffert, H.: Marketingforschung und Käuferverhalten, 2. Auflage, Wiesbaden 1992.

Mellerowicz, K.: Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952.

Meuli, H.-M.: Preisgestaltung bei Verkäufen von KMU - Earn-Out-Methode als mögliche Alternative, Schweizer Treuhänder, 70. Jg. (1996), S. 941 - 946.

Michalski, L.: Gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten zur Perpetuierung von Unternehmen, Münster 1979.

Milgrom, P./Roberts, J.: Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs 1992.

Mossin, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market, Econometrica, Vol. 34 (1966), S. 768 - 783.

Moxter, A.: Präferenzstruktur und Aktivitätsfunktion des Unternehmers, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 16. Jg. (1964), S. 6 - 35.

- : Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden 1983.

- : Die Bedeutung der Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 32. Jg. (1980), S. 454 - 459.

- : Valuation of a Going Concern, in: Handbook of German Business Management, Vol. 2, edited by Grochla, E./Gaugler, E. et al., Stuttgart u.a. 1990, Sp. 2433 - 2444.

Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, 2. Auflage, Wien u.a., 1995.

- : Die Qualität der Arbeit in Klein- und Mittelbetrieben, Internationales Gewerbearchiv, 45. Jg. (1997), S. 217 - 235.

Mullen, M.: How to Value Business Enterprises by Reference to Stock Market Comparisons, Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), S. 571 - 574.

Müller-Stewens, G.: Organisationspsychologische Aspekte bei der Integration von Unternehmensakquisitionen, in: Busse von Colbe, W./Coenenberg, A. G.: Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung - Grundlagen und Fallstudien (USW Schriften für Führungskräfte, Bd. 25), Stuttgart 1992, S. 331 - 341.

Münstermann, H.: Wert und Bewertung der Unternehmung, 3. Auflage, Wiesbaden 1970.

- : Der Zukunftsentnahmewert der Unternehmung und seine Beurteilung durch den Bundesgerichtshof, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 32. Jg. (1980), S. 114 - 124.

Myers, S. C.: Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting, Journal of Finance, Vol. 29 (1974), March, S. 1 - 25.

Neubauer, W.: Statistische Methoden, München 1994.

Neumann, R.: Betriebsübernahme - Probleme und Lösungen, in: Chancen und Risiken der Existenzgründung, Materialsammlung zum Fachkongreß „Existenzgründungsberatung“ des Bundesministeriums für Wirtschaft am 13. September 1995, Dokumentation des BMWi Nr. 392, Bonn 1996, S. 40 - 46.

Neus, W.: Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmen, Wiesbaden 1995.

Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen - Unter besonderer Berücksichtigung kleiner und mittelständischer Unternehmen, Betriebs-Berater, 48. Jg. (1993), S. 2241 - 2250.

Nippel, P.: Zirkularitätsprobleme in der Unternehmensbewertung, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, Nr. 440, März 1997.

Nölkel, D.: Besonderheiten bei der Durchführung von MBOs in den neuen Bundesländern, Deutsches Steuerrecht, 32. Jg. (1994), S. 761 - 767.

Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung bei Personengesellschaften, Königstein/Taunus 1981.

Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Ein Handbuch, 39. Auflage, hrsg. von Kloten, N./von Stein, J. H., Stuttgart 1993.

ohne Verfasser: Wieviel ihre Firma wirklich wert ist, impulse, o. Jg. (1984), Heft 10, S. 292 - 296.

- : Broad, deep, long and heavy, The Economist, Vol. 153 (1996), November 16th, S. 84 - 85.

- : Showing Europe`s Firms the Way, The Economist, Vol. 153 (1996), July 13th, S. 13.

- : Nicht reden, sondern handeln - Interview mit dem Unternehmer Jan B. Berentzen, Wirtschaftsmagazin erfolgreich selbständig, 20. Jg. (1996), Nr. 4, S. 8 - 13.

- : Brauerei: Unternehmensbewertung, Urteil des BayObLG, Beschluß vom 19.10.1995 - 3 Z BR 17/90, Betriebs-Berater, 51. Jg. (1996), S. 259 - 261.

- : Besseres Image für Unternehmer, Uni-Magazin, 20. Jg. (1997), Nr. 5, S. 66.

- : Unternehmensgrößenstatistik 1997/98 - Daten und Fakten -, Studienreihe des Bundesministeriums für Wirtschaft, Nr. 96, Bonn 1997.

- : Management-Buy-Out-Unternehmen im Land Brandenburg. Entstehung, Entwicklung, Zukunftschancen, Brandenburger Wirtschaftsbrief, Nr. 2/1993.

- : Unternehmensübertragung: Veranstaltung eines Forums über bestgeeignete Praktiken, Euro-Info, o. Jg. (1996), November, S. 3 - 4.

- : Alles in die Waagschale, GeschäftsWelt, o. Jg. (1997), Heft 6, S. 12 - 17.

- : Primärziel ist Cash, Der Spiegel, 51. Jg. (1997), Heft 12, S. 98.

- : Wertorientierte Unternehmensführung. Bestimmung, Messung und Realisierung von Wertpotentialen, München o. Jg.

Ossadnik, W.: Aufteilung von Synergieeffekten bei Verschmelzungen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 65. Jg. (1995), S. 69 - 88.

- : Die angemessene Synergieverteilung bei der Verschmelzung, Der Betrieb, 50. Jg. (1997), S. 885 - 887.

Osteryoung, J. S./Newman, D.: What is a Small Business?, The Journal of Small Business Finance, 2. Jg. (1993/94), S. 219 - 231.

Osteryoung, J. S./Nast, D. F./Wells, W. H.: Pricing Minority Discounts in Closely-Held Corporations, in: Yazdipour, R. (Ed.): *Advances in Small Business Finance*, Dordrecht 1991, S. 19 - 28.

Ottersbach, J./Hansen, R.: Auflagenschenkung von Betriebsvermögen als vorweggenommene Erbfolge, *Deutsches Steuerrecht*, 35. Jg. (1997), S. 1269 – 1273.

Paton, R.: *Reluctant Entrepreneurs: The Extent, Achievements, and Significance of Worker Takeovers in Europe*, Milton Keynes u.a. 1989.

Pavitt, K./Robson, M./Townsend, J.: The Size Distribution of Innovating Firms in the UK: 1945 - 1983, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 45 (1987), S. 297 - 306.

Peemöller, V. H.: Stand und Entwicklung der Unternehmensbewertung, *Deutsches Steuerrecht*, 31. Jg., 1993, S. 409 - 416.

Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Eine empirische Erhebung, *Die Wirtschaftsprüfung*, 47. Jg. (1994), S. 741 - 749.

Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M.: Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, *Deutsches Steuerrecht*, 34. Jg. (1996), S. 74 - 79.

Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland - Ergebnisse einer Umfrage bei dem steuerberatenden Berufsstand, *Deutsches Steuerrecht*, 33. Jg. (1995), S. 1202 - 1208.

Perridon, L./Steiner, M.: *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 8. Auflage, München 1995.

Pfeiffer, W./Weiß, E.: *Lean Management - Grundlagen der Führung und Organisation industrieller Unternehmen*, Berlin 1992.

Pfohl, H.-C./Kellerwessel, P.: Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Grossbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): *Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe*, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 1 - 23.

Piltz, D. J.: *Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung*, 3. Auflage, Düsseldorf 1994.

Pleitner, H. J.: Beobachtungen und Überlegungen zur Person des mittelständischen Unternehmers, in: *Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen*, hrsg. von Albach, H. und Held, T., Stuttgart 1984, S. 511 - 522.

Popp, M.: Simultan integrierte Unternehmensbewertung, *Deutsches Steuerrecht*, 36. Jg. (1998), S. 542 - 548.

Porter, M.: *Competitive Advantage - Creating and Sustaining Superior Performance*, New York 1985.

Prietze, O./Walker, A.: Der Kapitalisierungszinsfuß im Rahmen der Unternehmensbewertung - Eine empirische Analyse, Die Betriebswirtschaft, 55. Jg. (1995), S. 199 - 211.

Quick, R.: Management Buy-Outs - Motive und Anforderungsprofil, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 20. Jg. (1991), S. 311 - 315.

Raiffa, H.: The Neutral Analyst: Helping Parties to Reach Better Solutions, in: Holl, L. (Ed.): Negotiation. Strategies for Mutual Gain, Newbury Park u.a. 1993, S. 14 – 27.

Rapoport, A.: Two-Person Game Theory, Ann Arbor 1966.

Rapp, M. J.: Die funktionalistische Unternehmensverfassung in Familienunternehmen des verarbeitenden Gewerbes, Frankfurt/M. 1996.

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, New York u.a., 1986.

Rasner, H.: Abfindungsklauseln bei Personengesellschaften - Die Sicht eines Praktikers, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 158. Jg. (1994), S. 292 - 308.

Rationalisierungs Kuratorium der Deutschen Wirtschaft e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Eschborn 1992.

Redlich, F.: Unternehmer, in: Handwörterbuch der Staatswissenschaften, hrsg. von Beckrath, E. v./Bente, H. et al., Tübingen 1959, Bd. 10, S. 486 - 498.

Rehkugler, H.: Unternehmensgröße als Klassifikationsmerkmal in der Betriebswirtschaftslehre oder Brauchen wir eine „Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen“?, in: Kirsch, W./Picot, A. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung: Edmund Heinen zum 70. Geburtstag, Wiesbaden 1989, S. 397 - 412.

- : Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen, Das Wirtschaftsstudium, 18. Jg. (1989), S. 626 - 632.

Reiss, M.: Ein neuer Mittelstand entsteht, Harvard Business Manager, 19. Jg. (1997), S. 115 – 122.

Richards, A.: Wenn Manager Unternehmer werden, in: Generationenwechsel im Mittelstand, Verlagsbeilage der Welt am Sonntag in Zusammenarbeit mit dem Bundesministerium für Wirtschaft, Welt am Sonntag vom 23. Februar 1997, S. 1.

Richter, F.: Die Finanzierungsprämissen des Entity-Ansatzes vor dem Hintergrund des APV-Ansatzes zur Bestimmung von Unternehmenswerten, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg. (1996), S. 1076 - 1097.

- : Unternehmenswert, durchschnittliche Kapitalkosten und Konkursrisiko, in: Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, hrsg. von Kruschwitz, L./Löffler, A., Diskussionsbeiträge des Fachbereiches Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Nr. 1998/7, Berlin 1998, S. 73 - 89.

Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen bei der Veräußerung mittelständischer Unternehmen, Berlin 1985.

Ripsas, S.: Towards an Interdisciplinary Theory of Entrepreneurship, Small Business Economics, 10. Jg. (1998), S. 103 - 115.

Risseuw, P./Masurel, E.: The Role of Planning in Small Firms: Empirical Evidence from a Service Industry, Small Business Economics, 6. Jg. (1994), S. 313 - 322.

Rolfes, B.: Marktzinsorientierte Investitionsrechnung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 63. Jg. (1993), S. 691 - 713.

Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale der persönlichen Kreditwürdigkeit bei Kreditanträgen mittelständischer Unternehmen, Bank-Archiv, 38. Jg., S. 786 - 797.

Ross, S. A.: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, American Economic Review, Vol. 63 (1973), No. 2, S. 134 - 139.

Rothwell, R.: The Role of Small Firms in Technological Innovation, in: Curran, J./Stanworth, J./Watkins, D. (Eds.): The Survival of the Small Firm, Aldershot 1986.

Ruhnke, K.: Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen, Der Betrieb, 44. Jg. (1991), S. 1889 - 1894.

Rux, H.-J.: Steuergünstige Nutzung des Freibetrages für Betriebsvermögen bei der Erbschaft- und Schenkungsteuer, Die Information, o. Jg. (1997), S. 203 - 208.

Samuelson, P. A./Nordhaus, W. D.: Economics, 15th Ed., New York u.a. 1995.

Sanfleber-Decher, M.: Unternehmensbewertung in den USA, Die Wirtschaftsprüfung, 45. Jg. (1992), S. 597 - 603.

Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business Management, 5th Edition, New York u.a. 1993.

Scherer, F. M./Ross, D.: Industrial Market Structure and Economic Performance, 3rd Edition, Boston u.a. 1990.

Schildbach, T.: Zur Beurteilung von gesetzlicher Abfindung und vertraglicher Buchwertabfindung unter Berücksichtigung einer potentiellen Ertragsschwäche der Unternehmung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 36. Jg. (1984), S. 532 - 543.

- : Kölner versus phasenorientierte Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 45. Jg. (1993), S. 25 - 38.

- : Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg. (1995), S. 620 - 632.

- : Ist die Kölner Funktionenlehre der Unternehmensbewertung durch die Discounted Cash-flow-Verfahren überholt?, in: Matschke, M. J./Schildbach, T.: Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, FS für Günter Sieben, Stuttgart 1998, S. 301 - 322.

Schilt, J. H.: A Rational Approach to Capitalization Rates for Discounting the Future Income Stream of Closely Held Companies, The Financial Planner, January 1982, XX. Jg., S. 115 - 125.

Schirmeister, R.: Theorie finanzmathematischer Investitionsrechnungen bei unvollkommenem Kapitalmarkt, München 1990.

Schmalenbach, E.: Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung, 12. Jg. (1917/18), S. 1 - 20.

- : Dynamische Bilanz, 13. Auflage, Köln u.a. 1963.

Schmid, H.: Die Bewertung von MBO-Unternehmen - Theorie und Praxis, Der Betrieb, 43. Jg. (1990), S. 1877 - 1882.

Schmidt, A. G.: Der überproportionale Beitrag kleiner und mittlerer Unternehmen zur Beschäftigungsdynamik: Realität oder Fehlinterpretation von Statistiken?, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg. (1996), S. 537 - 557.

Schmidt, P. J.: Aus der Arbeit des IdW, Die Wirtschaftsprüfung, 49. Jg. (1996), S. 825 - 830.

Schmidt, R.: Unternehmensbewertung anlässlich des Kaufs von Unternehmen, in: Wilkes/Wilkes (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensführung, Gernsbach 1979, S. 1445 - 1458.

- : Die Bedeutung von Unteilbarkeiten für mittelständische Unternehmen, in: Albach, H./Held, T. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen, Stuttgart 1984, S. 182 - 196.

- : Der Sachzeitwert als Übernahmepreis bei der Beendigung von Konzessionsverträgen, Kiel 1991.

Schneider, D.: Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie, München 1981.

- : Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6. Auflage, Wiesbaden 1990.

- : Betriebswirtschaftslehre, Band III: Theorie der Unternehmung, München u.a. 1997.

- : Martwertorientierte Unternehmensrechnung: Pegasus mit Klumpfuß, Der Betrieb, 51. Jg. (1998), S. 1473 - 1478.

Schneider, J.: Der strategische Unternehmenswert, Harvard Manager, o.Jg. (1986), S. 15 - 17.

Schoppe, S. G. u.a.: Moderne Theorie der Unternehmung, München u.a. 1995.

Schreyer, P.: SMEs and Employment Creation: Overview of Selected Quantitative Studies in OECD Member Countries, OECD, STI Working Papers 1996/4, Paris 1996.

Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens zur Erschließung von Nachfolgerpotential - Eine empirische Studie zum Generationswechsel im Mittelstand, ifm-Materialien Nr. 112, Bonn 1995.

Schubert, W./Barenbaum, L.: Control Premiums and the Value of the Closely-Held Firm, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 155 - 159.

von Schultendorff, D.: Fremdmanager in Familienunternehmen, Konstanz 1984.

Schumacher, O.: Alte Weisheit neu verpackt, Die Zeit, 51. Jg. (1996), Nr. 37, S. 27.

Schumpeter, J. A.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 7. Auflage, Tübingen u.a. 1993 (Original: Capitalism, Socialism and Democracy, New York 1942).

Schwetzler, B.: Zinsänderungsrisiko und Unternehmensbewertung: Das Basiszinsfuß-Problem bei der Ertragswertermittlung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg. (1996), S. 1081 - 1101.

Schwien, B.: Das Management-Buy-Out-Konzept in der Bundesrepublik Deutschland - Ein Instrument zur Erhaltung und Schaffung mittelständischer Wirtschaftsstrukturen, insbesondere in den neuen Bundesländern, Frankfurt/M. 1995.

Seibert, U./Köster, B.-K.: Die kleine AG. Gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche Aspekte, 2. Auflage, Köln 1995.

Serfling, K./Pape, U.: Theoretische Grundlagen und traditionelle Verfahren der Unternehmensbewertung, Das Wirtschaftsstudium, 24. Jg. (1995), S. 808 - 820.

- : Das Ertragswertverfahren als entscheidungsorientiertes Verfahren der Unternehmensbewertung, Das Wirtschaftsstudium, 24. Jg. (1995), S. 940 - 946.

- : Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode, Das Wirtschaftsstudium, 25. Jg. (1996), S. 57 - 64.

Sewing, P.: Kauf von kleinen und mittleren Unternehmen durch aktive Privatinvestoren, Baden-Baden 1992.

Sexton, D. L./Bowman, N.: The entrepreneur: A capable executive and more, Journal of Business Venturing, Vol. 1 (1985), S. 129 - 140.

Shailer, G.: Capitalists and Entrepreneurs in Owner-managed Firms, International Small Business Journal, 12. Jg. (1993/94), Heft 3, S.

Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, Journal of Finance, 19. Jg. (1964), S. 425 - 442.

Sieben, G.: Neue Aspekte der Unternehmensbewertung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 33. Jg. (1963), S. 37 - 46.

- : Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963.

- : Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 28. Jg. (1976), S. 491 - 504.

- : Zur Wertfindung bei der Privatisierung von Unternehmen in den neuen Bundesländern durch die Treuhandanstalt, Der Betrieb, 45. Jg. (1992), S. 2041 - 2051.

- : Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, hrsg. von Wittmann, W./Kern, W./Köhler, R. et al., 5. Auflage, Stuttgart 1993, Teilband 5, Sp. 4315 - 4331.

Sieben, G./Böing, W./Hafner, R.: Expertensysteme zur Bewertung ganzer Unternehmen?, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 38. Jg. (1986), S. 532 - 549.

Sieben, G./Diedrich, R.: Aspekte der Wertfindung bei strategisch motivierten Unternehmensakquisitionen, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 42. Jg. (1990), S. 794 - 809.

Sieben, G./Diedrich, R./Kirchner, M. et al.: Nutzung der Expertensystemtechnologie für die Unternehmensbewertung, Der Betrieb, 42. Jg. (1989), S. 1681 - 1684.

- : Expertensystemgestützte Ergebnisprognose zur Unternehmensbewertung, Der Betrieb, 43. Jg. (1990), S. 1 - 8.

Sieben, G./Kirchner, M.: Renaissance des Substanzwertes?, Die Betriebswirtschaft, 48. Jg. (1988), S. 540 - 543.

Sieben, G./Lutz, H.: Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 37. Jg. (1985), S. 200 - 213.

Sieben, G./Sanfleber, M.: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Aspekte von Abfindungsklauseln - Unter besonderer Berücksichtigung des Problemfalls ertragsschwaches Unternehmen und existenzbedrohende Abfindungsregelung, Die Wirtschaftsprüfung, 42. Jg. (1989), S. 321 - 329.

Sieben, G./Schildbach, T.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungstheorie, 3. Auflage, Düsseldorf 1990.

Siegel, T.: Methoden der Unsicherheitsberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 20. Jg. (1992), S. 21 - 26.

- : Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 46. Jg. (1994), S. 457 - 476.

- : Steuern in der Unternehmensbewertung bei Wachstum und Risiko, Der Betrieb, 50. Jg. (1997), S. 2389 - 2392.

Siepe, G.: Das allgemeine Unternehmerrisiko bei der Unternehmensbewertung (Ertragswertermittlung), Der Betrieb, 39. Jg. (1986), S. 21 - 26.

- : Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung (Teil I), Die Wirtschaftsprüfung, 50. Jg. (1997), S. 1 - 10.

- : Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung (Teil II), Die Wirtschaftsprüfung, 50. Jg. (1997), S. 37 - 44.

- : Kapitalisierungszinssatz und Unternehmensbewertung, Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), S. 325 - 338.

Simon, H.: Hidden Champions, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 60. Jg. (1990), S. 875 - 890.

Spar Handels AG: Geschäftsbericht 1996.

Speckbacher, G.: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, Die Betriebswirtschaft, 57. Jg. (1997), S. 630 – 639.

Spremann, K.: Investition und Finanzierung, 4. Auflage, München u.a. 1991.

Staehe, W. H.: Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 6. Auflage, München 1991.

Statistisches Bundesamt: Handwerkszählung vom 31. März 1995, Wiesbaden 1996.

Stevenson, H. H.: A Perspective on Entrepreneurship, in: Kao, J.: Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings, Englewood Cliffs 1989, S. 166 - 177.

Stokes, D.: Small Business Management - An Active-Learning Approach, 2nd Edition, London 1995.

Storey, D. J.: Understanding the Small Business Sector, London u.a. 1994.

Süchting, J.: Finanzmanagement - Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Auflage, Wiesbaden 1995.

Szyperski, N./Nathusius, K.: Probleme der Unternehmensgründung - Eine betriebswirtschaftliche Analyse unternehmerischer Startbedingungen, Stuttgart 1977.

Szyperski, N./Winand, U.: Entscheidungstheorie, Stuttgart 1974.

Tartler, J.: Eine Firma loszulassen ist schwerer als die Gründung, Handelsblatt vom 7. April 1997, S. 21.

Teichmann, H.: Die optimale Komplexion des Entscheidungskalküls, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 24. Jg. (1972), S. 519 - 539.

Then Bergh, W.: Sonderheiten der Preisfindung für Kleinunternehmen und freiberufliche Praxen - Konzeption zur praktischen Durchführung, Die Wirtschaftsprüfung, 38. Jg. (1985), S. 171 - 174.

Thomas, R.: Quantitative methods for Business studies, London u.a. 1997.

Thurik, R.: Small Firms, Entrepreneurship and Economic Growth, in: Admiraal, P. H. (Ed.): Small Business in the Modern Economy (De Vries Lectures in Economics), Oxford 1996, S. 126 - 152.

Tillmann, B./Hesselmann, M.: Handbuch der GmbH & Co. KG, 18. Auflage, Köln 1997.

Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, 14. Auflage, Köln 1994.

Tischer, F.: Der Einfluß der Rechtsform auf die Anteilsbewertung erworbener Unternehmen, Deutsches Steuerrecht, 33. Jg. (1995), S. 1562 - 1566.

TREBAG: Was kommt, wenn der Alte geht? Generationswechsel in mittelständischen Unternehmen, o.O., 1995.

Tuller, L. W.: The Small Business Valuation Book, Easy-to-use Techniques for determining fair price, resolving disputes and minimizing taxes, Holbrook 1994.

Überla, K.: Faktorenanalyse, Berlin u.a. 1972.

Ulrich, P./Fluri, E.: Management: Eine konzentrierte Einführung, 7. Auflage, Bern u.a. 1995.

Ummen, R.: Immer mehr Unternehmen stehen zum Verkauf - Schwieriger Generationswechsel im Mittelstand, Die Welt vom 26. Oktober 1996, S. 14.

Valcárcel, S.: Ermittlung und Beurteilung des strategischen Zuschlags als Brücke zwischen Unternehmenswert und Marktpreis, Der Betrieb, 45. Jg. (1992), S. 589 - 595.

Varaiya, N./Kerin, R. A./Weeks, D.: The Relationship Between Growth, Profitability and Firm Value, Strategic Management Journal, Vol. 8 (1987), S. 487 - 497.

Vos, E. A.: Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses, Journal of Small Business Finance, Vol. 1 (1991/92), S. 255 - 267.

Wagenhofer, A.: Der Einfluß von Erwartungen auf den Argumentationspreis in der Unternehmensbewertung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 40. Jg., 1988, S. 532 - 551.

- : Die Bestimmung von Argumentationspreisen in der Unternehmensbewertung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 40. Jg., 1988, S. 340 - 359.

Wagner, F. W.: Unternehmensbewertung und vertragliche Abfindungsbemessung, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 46. Jg. (1994), S. 477 - 498.

Wagner, F. W./Nonnenmacher, R.: Die Abfindung bei der Ausschließung aus einer Personengesellschaft. Besprechung der Entscheidung des BGH vom 12.2.1979, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 10. Jg. (1981), S. 674 - 683.

von Wartenberg, L.: Unternehmenskontinuität im Mittelstand: Plädoyer für die Reduzierung der Erbschaftsteuer auf Betriebsvermögen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 45. Jg. (1993), S. 237 - 251.

Watrin, C.: Erste Gestaltungsüberlegungen zum neuen Erbschaftsteuerrecht, Deutsches Steuerrecht, 35. Jg. (1997), S. 248 – 253.

Weber, B.: Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), S. 221 - 232.

Wegmann, J.: Die Bestimmung des Emissionspreises als Unternehmensbewertungsproblem, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 48. Jg. (1996), S. 149 - 163.

Weimer, S.: Federal Republic of Germany, in: Sengenberger, W./Loveman, G./Piore, M. J.: The re-emergence of small enterprises: Industrial restructuring in industrialised countries, Genf 1991.

Weston, J. F./Copeland, T. E.: Managerial Finance, 9th Edition, Fort Worth u.a. 1992.

Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.: Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Englewood Cliffs 1990.

Wilkens, M.: Ermittlung und Verwendung marktzinsorientierter und laufzeitkongruenter Kalkulationszinssätze in der Kapitalwertmethode, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 23. Jg. (1995), S. 461 - 466.

Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19. Auflage, München 1996.

- : Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Band I, 2. Halbband, 7. Auflage, München 1992.

Wöhe, G./Bieg, H.: Grundzüge der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre, 3. Auflage, München 1991.

Wohlgemuth, A. C.: Die Nachfolgeregelung in der Familienunternehmung, Die Unternehmung, 47. Jg. (1993), S. 107 - 115.

Wortmann jr., M. S.: Entrepreneurship: An Integrating Typology and Evaluation of the Empirical Research in the Field, Journal of Management, Vol. 13 (1987), S. 259 - 279.

Wossidlo, P. R.: Probleme und Instrumente der finanziellen Führung in mittleren Unternehmungen, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 34. Jg. (1982), S. 442 - 456.

- : Finanzierung, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 239 - 287.

Zehner, K.: Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung - Zur Fehlinterpretation neuer höchstrichterlicher Entscheidungen, Der Betrieb, 33. Jg. (1981), S. 2109 - 2117.

Zeitel, G.: Volkswirtschaftliche Bedeutung der Klein- und Mittelbetriebe, in: Pfohl, H.-C.: Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Auflage, Berlin 1990, S. 24 – 43.

Zimmerer, C.: Ertragswertgutachten - Eine Polemik, Die Betriebswirtschaft, 48. Jg. (1988), S. 417 - 420.

Zimmermann, P.: Schätzung und Prognose von Betawerten deutscher Aktien, Bad Soden 1997.

Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte und Gerichtsurteile

BGB: Bürgerliches Gesetzbuch.

BewG: Bewertungsgesetz.

Bundesfinanzhof: Urteil vom 27.3.1968, Bundessteuerblatt II, S. 522.

GG: Grundgesetz.

HGB: Handelsgesetzbuch.

Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Empfehlung der Europäischen Kommission zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften L 385, 37. Jg. vom 31. Dezember 1994, S. 14 - 17.

- : Mitteilung betreffend die Empfehlung der Kommission vom 7. Dezember 1994 zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften C 400, 37. Jg. vom 31. Dezember 1994, S. 1 - 9.

- : Empfehlung der Kommission vom 3.4.1996 betreffend die Definition der kleinen und mittleren Unternehmen.

PublG: Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz).

UBGG: Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften.

**Erklärung gemäß § 7 Abs. 4 der Promotionsordnung der
Bildungswissenschaftlichen Hochschule Flensburg – Universität**

Die vorgelegte Arbeit ist von mir selbständig angefertigt worden, die benutzten Hilfsmittel sind vollständig angegeben und sämtliche dem Wortlaut oder dem Inhalt nach aus anderen Schriften übernommenen Stellen sind unter genauer Quellenangabe als solche kenntlich gemacht.

Stefan Behringer