

## 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“<sup>1</sup> werden ausschließlich finanzielle Ziele bei den Entscheidungsträgern vorausgesetzt. Unter dieser Prämisse wird der Wert des Unternehmens „durch seine Eigenschaft bestimmt, Einnahmenüberschüsse zu erwirtschaften.“<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> Gewinnerzielung ist primäres Ziel des Unternehmens, die Leistungserstellung ist nur Mittel zum Zweck.<sup>4</sup> 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.

---

<sup>1</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O.

<sup>2</sup> Ebenda, S. 469.

<sup>3</sup> Vgl. Staehle, W. H.: Management, 6. Auflage, München 1991, S. 407.

<sup>4</sup> 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 Maximierungsziel<sup>5</sup> 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 Untersuchungen<sup>6</sup> 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.

---

<sup>5</sup> Vgl. zu diesem Begriff Bamberg, G./Coenenberg, A. G.: Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, a.a.O., S. 27.

<sup>6</sup> 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 berücksichtigen<sup>7</sup>, um den Entscheidungsträgern eine ihren Zielen adäquate Entscheidungsgrundlage zu geben.<sup>8</sup> Von besonderer Bedeutung ist dabei das Streben nach Macht.<sup>9</sup> Unter Macht sollen die Beeinflussungsmöglichkeiten des Verhaltens von anderen Menschen und die Verfügungsmöglichkeiten über Vermögensgegenstände verstanden werden.<sup>10</sup> 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

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen bei der Veräußerung mittelständischer Unternehmen, Berlin 1985, S. 33.

<sup>9</sup> Vgl. Heinen, E.: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 9. Auflage, Wiesbaden 1985, S. 115.

<sup>10</sup> Vgl. Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 371.

Machtstreben selbst im Mittelpunkt des unternehmerischen Handelns stehen.<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup> Die Unabhängigkeit bezeichnet die Möglichkeit, Entscheidungen über die eigene Person ohne Einflußnahme von außen treffen zu können.<sup>14</sup>

Unabhängigkeit kann mit einer Unternehmertätigkeit realisiert werden. Dies kommt schon in dem Wort „Selbständiger“ zum Ausdruck, das häufig als Synonym zum

---

<sup>11</sup> Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 115.

<sup>12</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 35.

<sup>13</sup> Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 115.

<sup>14</sup> 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.<sup>15</sup> 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.<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup> 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.<sup>18</sup> 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

---

<sup>15</sup> Vgl. ebenda, S. 37.

<sup>16</sup> Vgl. z.B. Luippold, T. L.: Management Buy-Outs. Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern u.a. 1991, S. 339.

<sup>17</sup> Vgl. Heinen, E.: Einführung..., a.a.O., S. 112ff.; Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 38ff.

<sup>18</sup> 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.<sup>19</sup>

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.<sup>20</sup> In diesem Fall wird ein Basispreis vereinbart und durch die eintretenden wirtschaftlichen Erfolge korrigiert. Formal ergibt sich der Kaufpreis dabei nach<sup>21</sup>:

$$(4.1) \quad P = P_F + P_V$$

$$(4.2) \quad P_V = \sum_{t=1}^T EOZ_t$$

$$(4.3) \quad EOZ = g \cdot G_{EOZ}$$

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

<sup>19</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 38f.

<sup>20</sup> 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.

<sup>21</sup> 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.<sup>22</sup> Da diese Größe des Rechnungswesens manipulationsanfällig ist, muß der Verkäufer auch in dem für die Earn-Out-Zahlungen vereinbarten Zeitraum - meistens fünf Jahre<sup>23</sup> - 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.<sup>24</sup> 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.

---

<sup>22</sup> Vgl. ebenda, S. 943.

<sup>23</sup> Vgl. Funk, J.: Aspekte der Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 513.; Haas, G.: Die Earn-Out-Methode..., a.a.O., S. 182.

<sup>24</sup> 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.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> 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 angestellte 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).<sup>26, 27</sup> 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.<sup>28</sup> 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.<sup>29</sup>

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.<sup>30</sup>

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.<sup>31</sup>

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.<sup>32</sup> Das aufgenommene Fremdkapital wird durch die Vermögensgegenstände des übernommenen

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> 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.

<sup>28</sup> Vgl. Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche..., a.a.O., S. 2170.

<sup>29</sup> Vgl. Hatzig, C.: Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung..., a.a.O., S. 15ff.

<sup>30</sup> Vgl. v. Boxberg, F.: Das Management Buy-Out Konzept..., a.a.O., S. 25f.

<sup>31</sup> Vgl. Stokes, D.: Small Business Management - An Active-Learning Approach, 2<sup>nd</sup> Edition, London 1995, S. 157.

<sup>32</sup> 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.<sup>33</sup> Meist erfolgt die Tilgung durch laufende Einkünfte und Verkauf von Aktiva der Unternehmung.<sup>34</sup> Durch diese Finanzierungstechnik können auch relativ schwach mit Eigenkapital ausgestattete Investoren Unternehmensübernahmen durchführen.<sup>35</sup> 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.<sup>36</sup> Des weiteren wurden ca. 18 % der ehemals volkseigenen Betriebe der Treuhandanstalt durch Management Buy-Outs privatisiert.<sup>37</sup> 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)<sup>38</sup> vorstellen, unternehmerische Verantwortung im Rahmen eines MBO oder MBI zu übernehmen, so daß Potential für diese Form der Unternehmenstransaktion vorhanden ist.

---

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> Vgl. Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.: Mergers..., a.a.O., S. 394.

<sup>35</sup> 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.

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> Vgl. 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, 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.

<sup>38</sup> 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.<sup>39</sup> In Deutschland blieb der MBO aber bis in die jüngste Zeit hinein weniger bedeutend als in den USA oder Großbritannien.<sup>40</sup> 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.<sup>41</sup>

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: Gösche, 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)

<sup>39</sup> Vgl. Schwien, B.: Das Management-Buy-Out-Konzept..., a.a.O., S. 22.

<sup>40</sup> Vgl. v. Boxberg, F.: Das Management Buy-Out Konzept..., a.a.O., S. 68f.

<sup>41</sup> 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.<sup>42</sup> 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.<sup>43</sup> 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.<sup>44</sup> 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 Managementsicht 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.<sup>45</sup> Einige Untersuchungen kommen allerdings zu dem Ergebnis, daß Management Buy-Outs

---

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> Vgl. Kraus-Grünewald, M.: Gibt es einen objektiven Unternehmenswert?, a.a.O., S. 1842.

<sup>44</sup> Vgl. Hauschka, C. E.: Wirtschaftliche..., a.a.O., S. 2171.

<sup>45</sup> Vgl. Graf von der Groeben, F.: Management Buyout, ZfgK, 41. Jg. (1988), S. 268.

mit dem Verlust von Arbeitsplätzen verbunden sind.<sup>46</sup> 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.<sup>47</sup>

Bei Belegschaftsübernahmen handelte es sich früher eher um eine Kuriosität, die stark von Kritikern des „Kapitalismus“ gefördert worden ist.<sup>48</sup> 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.<sup>49</sup> Die Belegschaft wird zum Unternehmer „not by choice, but by necessity“.<sup>50</sup>

Bekannte Beispiele aus den USA waren die zeitweise sich im Eigentum der Belegschaft befindliche Fluggesellschaft United Airlines und die Autovermietung Avis.<sup>51</sup> 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

---

<sup>46</sup> 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.

<sup>47</sup> Ähnlich Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout in a Bargaining Game with Asymmetric Information, AER, Vol 86 (1996), S. 502.

<sup>48</sup> Vgl. Bradley, K./Gelb, A.: Employee Buyouts of troubled companies, HBR, Vol. 63 (1985), Sept.-Oct., S. 121.

<sup>49</sup> Vgl. ebenda, S. 124.

<sup>50</sup> Paton, R.: Reluctant Entrepreneurs: The Extent, Achievements, and Significance of Worker Takeovers in Europe, Milton Keynes u.a. 1989, S. 1.

<sup>51</sup> Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 502.

Anteile mehrheitlich bei Wirtschaftsprüfern, meist aktiven oder ehemaligen Mitarbeitern, liegen.<sup>52</sup>

Gründe für Übernahmen durch die Belegschaft sind - neben berufsrechtlichen Gründen - vor allem finanzielle Schwierigkeiten der betroffenen Unternehmen.<sup>53</sup> 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.<sup>54</sup>

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.<sup>55</sup> Von Seiten der Gewerkschaften wird oft Skepsis gegen eine Belegschaftsübernahme geäußert, da sie eine „Selbstaussbeutung“ 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.<sup>56</sup> 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

---

<sup>52</sup> Vgl. Lück, W.: Wirtschaftsprüfung und Treuhandwesen, 2. Auflage, Stuttgart 1991, S. 94f.

<sup>53</sup> Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 502.

<sup>54</sup> Vgl. ebenda, S. 502; Paton, R.: Reluctant Entrepreneurs..., a.a.O., S. 27.

<sup>55</sup> Vgl. Ben-Ner, A./Jun, B.: Employee Buyout..., a.a.O., S. 514.

<sup>56</sup> 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.<sup>57</sup> Grundsätzlich will ein Großunternehmen ein anderes Unternehmen übernehmen, das positives zur zukünftigen Entwicklung des dann zusammengeschlossenen Unternehmens beiträgt.<sup>58</sup>

Konkrete Beiträge, die sich ein Großunternehmen von einem kleinen und mittleren Unternehmen erwartet, können sein:<sup>59</sup>

- 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.<sup>60</sup> Eine Veränderung hin zur Unternehmenskultur des übernehmenden Großunternehmens kann zu erheblichen Anpassungsproblemen führen. Geld und Managementzeit wird in starkem Maße gebunden.<sup>61</sup> Ein personenbezogenes kleineres Unternehmen ist sehr stark geprägt durch und ausgerichtet auf den Unternehmer, der die Organisationskultur als Kulturstifter prägt.<sup>62</sup> Mit dem Ausscheiden des Unternehmers

<sup>57</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 21.

<sup>58</sup> Vgl. Weber, B.: Beurteilung von Akquisitionen auf der Grundlage des Shareholder Value, BFuP, 43. Jg. (1991), S. 227.

<sup>59</sup> 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.

<sup>60</sup> 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, 4<sup>th</sup> Edition, London u.a. 1993, S. 180ff.; Boddy, D./Paton, R.: Management – An Introduction, London u.a. 1998, S. 481ff.

<sup>61</sup> 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.

<sup>62</sup> 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.<sup>63</sup>

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.<sup>64</sup> 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 Untersuchungen<sup>65</sup> 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.<sup>66</sup> 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.<sup>67</sup> In einigen Fällen steht nur eine Steuerbilanz als Basis zur Verfügung.

---

<sup>63</sup> 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.

<sup>64</sup> Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 124.

<sup>65</sup> 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.

<sup>66</sup> Vgl. Mugler, J.: Die Qualität der Arbeit in Klein- und Mittelbetrieben, IGA, 45. Jg. (1997), S. 226f.

<sup>67</sup> 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.<sup>68</sup>

Studien über Kapitalmarktreaktionen auf die Übernahme von kleineren Unternehmen durch börsennotierte Unternehmen in Deutschland haben ergeben, daß diese besser beurteilt werden als große Zusammenschlüsse.<sup>69</sup> 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.

---

<sup>68</sup> Vgl. Bühner, R.: Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen..., a.a.O., S. 131.

<sup>69</sup> 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.<sup>70</sup> 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 hereinwachsen, bei der eine Ausnutzung von Skaleneffekten<sup>71</sup>, durch größere Produktions- bzw. Absatzmengen, möglich wäre.

Einher mit diesen Vorteilen gehen aber auch Nachteile. Mit dem Hereinwachsen 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.

---

<sup>70</sup> Vgl. Liedtke, D.: Eigenmittel schaffen Luft für Wachstum, in: Handelsblatt Nr. 81 vom 28. April 1998, S. 26.

<sup>71</sup> 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.<sup>72</sup>

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.<sup>73</sup> 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.<sup>74</sup>

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.<sup>75</sup> 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

---

<sup>72</sup> 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.

<sup>73</sup> Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 443.

<sup>74</sup> Vgl. Stokes, D.: Small Business..., a.a.O., S. 172.

Betriebsausstattung.<sup>76</sup> 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.<sup>77</sup>

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.<sup>78</sup>

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.<sup>79</sup>

Berücksichtigt werden muß bei einer Übernahme die Umweltsituation auf dem Betriebsgelände. Altlasten können erhebliche Haftungsrisiken in sich bergen, die die

---

<sup>75</sup> Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 299.

<sup>76</sup> Vgl. Goetzke, W.: Bewertung freiberuflicher Praxen, BFuP, 28. Jg. (1976), S. 531.

<sup>77</sup> Vgl. Hodgetts, R. M./Kuratko, D. F.: Effective Small Business Management, Fort Worth u.a. 1992, S. 133.

<sup>78</sup> Vgl. Scarborough, N. M./Zimmerer, T. W.: Effective Small Business Management, 5<sup>th</sup> Ed., New Jersey 1996, S. 199.

<sup>79</sup> Vgl. ebenda, S. 200.

Übernahme durch einen Existenzgründer - aber auch durch jeden anderen potentiellen Käufer - scheitern lassen können.<sup>80</sup>

Des weiteren können Vorräte bzw. Betriebs- und Geschäftsausstattung veraltet sein.<sup>81</sup> 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 muß<sup>82</sup>, 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.<sup>83</sup>

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

---

<sup>80</sup> 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.

<sup>81</sup> 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.

<sup>82</sup> 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.

<sup>83</sup> 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.<sup>84</sup> 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

---

<sup>84</sup> 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.<sup>85</sup>

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.<sup>86</sup> Die Beteiligungsgesellschaft verkauft ihre Anteile an neue Gesellschafter, an das Management (als Hilfestellung bei einem MBO) oder über die Börse.<sup>87</sup>

Von besonderer Bedeutung ist die Beteiligung als stiller Gesellschafter.<sup>88</sup> 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.<sup>89</sup> 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.<sup>90</sup> 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.

---

<sup>85</sup> Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, 4. Auflage, Wiesbaden 1993, S. 98; v. Boxberg, F.: Das Management Buyout-Konzept..., a.a.O., S. 56.

<sup>86</sup> Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 114.

<sup>87</sup> 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.

<sup>88</sup> 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.

<sup>89</sup> 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).<sup>91</sup>

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

---

<sup>90</sup> Vgl. Lwowski, H.-J.: Erscheinungsformen des Quasi-Eigenkapitals..., a.a.O., S. 173.

<sup>91</sup> 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.<sup>92</sup> 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.<sup>93</sup> 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.<sup>94</sup> 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.

---

<sup>92</sup> Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M./Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 454.

<sup>93</sup> Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 153.

<sup>94</sup> 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.<sup>95</sup> 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.

---

<sup>95</sup> 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 distanzierendes 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.<sup>96</sup>

Ein anderes Motiv ist das mehr oder weniger zwangsweise Ausscheiden des amtierenden Unternehmers aus dem Unternehmen aus Altersgründen.<sup>97</sup> Auslöser ist der Wunsch, daß die Lebensdauer des Unternehmens nicht mit der eigenen Lebensdauer übereinstimmen soll.<sup>98</sup> 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

---

<sup>96</sup> Vgl. ebenda.

<sup>97</sup> Vgl. Kuriloff, A. H./Hemphill, J. M. /Cloud, D.: Starting and Managing..., a.a.O., S. 454.

<sup>98</sup> 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.<sup>99</sup> 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.<sup>100</sup>

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.<sup>101</sup> Auch andere Untersuchungen zeigen die starke Bedeutung des Generationenwechsels von der Nachkriegsgeneration auf ihre

---

<sup>99</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 49.

<sup>100</sup> Vgl. Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Analyse der für die Entwicklung..., a.a.O., S. 836.

<sup>101</sup> Vgl. o.V.: Unternehmensübertragung: Veranstaltung eines Forums über bestgeeignete Praktiken, Euro-Info, o. Jg. (1996), November, S. 3.

Nachfolger.<sup>102</sup> 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.<sup>103</sup>

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.<sup>104</sup> Oft scheidet die Möglichkeit, alle Erben zu Gesellschaftern zu machen, aus, da sonst die Kapitalanteile stark zersplittert würden.<sup>105</sup> 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.<sup>106</sup> 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 eigentümergeorientiertes

---

<sup>102</sup> Vgl. z.B. 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, 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.

<sup>103</sup> Vgl. Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 16.

<sup>104</sup> Vgl. Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität, a.a.O., S. 202f.

<sup>105</sup> Vgl. Michalski, L.: Gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten zur Perpetuierung von Unternehmen, Münster 1979, S. 19ff.

<sup>106</sup> Vgl. hierzu und dem folgenden: Albach, H./Freund, W.: Generationswechsel und Unternehmenskontinuität, a.a.O., S. 203f.

Unternehmen mit großer Wahrscheinlichkeit untergehen.<sup>107</sup> 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.<sup>108</sup> 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.<sup>109</sup>

Bei der Nachfolge können insbesondere drei Probleme auftreten, die die zukünftige Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen können:<sup>110</sup>

- 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.<sup>111</sup> Von großer Wichtigkeit sind auch psychologische Konflikte, die bei einer Nachfolgeregelung unter Verwandten, aber auch bei den übernehmenden Erben untereinander entstehen können.<sup>112</sup> All dies kann die zukünftige Unternehmensentwicklung negativ beeinflussen und muß in einer Prognose der zukünftigen Unternehmenserfolge berücksichtigt werden.

---

<sup>107</sup> Vgl. Wohlgemuth, A. C.: Die Nachfolgeregelung in der Familienunternehmung, Die Unternehmung, 47. Jg. (1993), S. 109.

<sup>108</sup> Vgl. Schröder, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 36.

<sup>109</sup> Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Empfehlung der Kommission vom 7. Dezember 1994 zur Übertragung von kleinen und mittleren Unternehmen, a.a.O., S. 17.

<sup>110</sup> Vgl. Bieler, S.: Die Unternehmensnachfolge..., a.a.O., S. 37f.

<sup>111</sup> Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 44.

<sup>112</sup> 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.<sup>113</sup>

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.<sup>114</sup> 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)<sup>115</sup> und 482.737 Handwerksunternehmen (1995).<sup>116</sup> 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 Unternehmensführung<sup>117</sup>, 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

<sup>113</sup> 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.

<sup>114</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 50f.

<sup>115</sup> Vgl. o.V.: Unternehmensgrößenstatistik 1997/98, a.a.O., S. 179.

<sup>116</sup> 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.<sup>118</sup> 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.<sup>119</sup> 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.<sup>120</sup> 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.

---

<sup>117</sup> Vgl. zur Kritik an diesen Regulierungen Deregulierungskommission, Unabhängige Expertenkommission zum Abbau marktwidriger Regulierungen: Marktöffnung und Wettbewerb, Stuttgart 1991, S. 126ff.

<sup>118</sup> Vgl. Wöhe: Einführung..., a.a.O., S. 920.

<sup>119</sup> Vgl. Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 154f.

<sup>120</sup> 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:

$$(4.4) W_V = \max(\text{ErW}; \text{LW})$$

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.<sup>121</sup>

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.<sup>122</sup>

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.<sup>123</sup> 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-

<sup>121</sup> 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.

<sup>122</sup> Vgl. ebenda, S. 1443.

<sup>123</sup> 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.<sup>124</sup> 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 Zeitchenfall 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:

$$(4.5) W_K = \min (\text{ErW}; \text{RW})^{125}$$

mit: RW = Reproduktionswert

Dabei muß der Reproduktionswert subjektiv betrachtet werden. Die Höhe der Nachbaukosten hängt von den individuellen Möglichkeiten und Zielen des Entscheidungsträgers ab.<sup>126</sup>

<sup>124</sup> Vgl. Gratz, K.: Bewertung von Freiberufler-Praxen..., a.a.O., S. 2422.

<sup>125</sup> Vgl. Coenenberg, A. G.: Verkehrswert..., a.a.O., S. 10.

<sup>126</sup> Vgl. Ruhnke, K.: Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen, DB, 44. Jg. (1991), S. 1892.