

## 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 -aufsätzen<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> Für *Then Bergh* „ist es unbefriedigend, auf theoretisch als richtig erkannte Verfahren nur deshalb verzichten zu müssen, weil das Ergebnis nicht der Erfahrung entspricht.“<sup>3</sup>

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.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> 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 Ärztekammer 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.

<sup>2</sup> Vgl. *Then Bergh*, W.: *Sonderheiten der Preisfindung...*, a.a.O., S. 172.

<sup>3</sup> Ebenda.

<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

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):<sup>6</sup>

$$(5.3) \quad W = \sum_{t=1}^T \frac{E_{Kt}}{(1+i)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{E_{Gt}}{(1+i)^t}$$

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

<sup>5</sup> Vgl. ebenda, S. 173.

<sup>6</sup> 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 wird<sup>7</sup>, 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*<sup>8</sup> 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 Unternehmensbewertung<sup>9</sup> vorliegt.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Vgl. ebenda, S. 173.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Vgl. zu den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O.

<sup>10</sup> 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.<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup>

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.<sup>13</sup>

Ein weiterer Vorteil dieser schematisierten Unternehmensbewertung ist, daß sich mit ihr leicht Sensitivitätsanalysen<sup>14</sup> 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,

---

<sup>11</sup> Vgl. ebenda, S. 54ff.

<sup>12</sup> Vgl. ebenda, S. 56.

<sup>13</sup> Vgl. ebenda.

<sup>14</sup> Vgl. ebenda, S. 58ff.

sondern lediglich ausschließen, daß der Unternehmenswert durch die Annahme zukünftig stark steigender Ergebnisse aufgebläht wird.<sup>15</sup>

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“.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Vgl. ebenda, S. 68.

<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup> Diese qualitativen Besonderheiten bedingen eine andere Gewichtung der „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ der HFA Stellungnahme 2/1983<sup>18</sup>, 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.<sup>19</sup>

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“<sup>20</sup> 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.“<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> Vgl. ebenda, S. 26f.

<sup>18</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O.

<sup>19</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

<sup>20</sup> Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 5; Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 473.

<sup>21</sup> Dörner, W.: Die Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

Dieses Vorgehen ist von Seiten der Theorie der Unternehmensbewertung stark kritisiert worden.<sup>22</sup> 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 beachten<sup>23</sup>:

- 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.

---

<sup>22</sup> 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.

<sup>23</sup> 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 werden<sup>24</sup> 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.<sup>25</sup> 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“.<sup>26</sup> 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

---

<sup>24</sup> Dieses Problem entsteht durch die Unteilbarkeit der Investitionsobjekte. Vgl. Schmidt, R.: Die Bedeutung von Unteilbarkeiten..., a.a.O., S. 182ff.

<sup>25</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 28.

<sup>26</sup> 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.<sup>27</sup>

Diese Verfahren der vereinfachten Preisfindung sollten nur in bestimmten Fällen zur Anwendung kommen:<sup>28</sup>

- 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

---

<sup>27</sup> Vgl. ebenda.

<sup>28</sup> 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.<sup>29</sup>

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.<sup>30</sup> 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.<sup>31</sup> 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

---

<sup>29</sup> Vgl. Tuller, L. W.: *The Small Business...*, a.a.O., S. 11.

<sup>30</sup> Vgl. ebenda, S. 49ff.

<sup>31</sup> 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.<sup>32</sup> Zur Herstellung der Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen sollte zunächst die Rechnungslegung an die Generally Accepted Accounting Principles<sup>33</sup>, 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.<sup>34</sup> 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.<sup>35</sup> 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  $\beta$ -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.<sup>36</sup> 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.<sup>37</sup>

---

<sup>32</sup> Vgl. ebenda, S. 65.

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> Vgl. Tuller, L. W.: The Small Business..., a.a.O., S. 78ff.

<sup>35</sup> Vgl. ebenda, S. 78.

<sup>36</sup> Vgl. ebenda, S. 33 und S. 88.

<sup>37</sup> 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 Vorgehen<sup>38</sup> :

- 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

---

<sup>38</sup> 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*<sup>39</sup> 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 erfahrenem 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 Vorläufer<sup>40</sup> 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

<sup>39</sup> 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.

<sup>40</sup> Vgl. Badger, R. E.: *Valuation of Industrial Securities*, Englewood Cliffs 1925 und Dewing, A. S.: *The Financial Policy of Corporations*, 5<sup>th</sup> 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 Befragung<sup>41</sup> 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 Bewertungsverfahren<sup>42</sup>: 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.<sup>43</sup> Der Kreis der Befragten ist eher an Großunternehmen orientiert, auch weil bei der Auswahl der zu befragenden Unternehmen deren „Renommee“<sup>44</sup> eine Rolle gespielt hat. Man kann davon

<sup>41</sup> Peemöller, V. H./Bömelburg, P./Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S 741ff.

<sup>42</sup> Vgl. ebenda, S. 742.

<sup>43</sup> Vgl. ebenda, S. 743.

<sup>44</sup> 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 Untersuchung<sup>45</sup>, 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.<sup>46</sup> 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.

<b>TDM Umsatz</b>	<b>Anteil an den Bewertungen</b>
< 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.

<sup>45</sup> Vgl. Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.: Unternehmensbewertung in Deutschland..., a.a.O., S. 1202ff.

<sup>46</sup> Vgl. ebenda, S. 1202.

Die Befragung ergab, daß die folgenden Bewertungsverfahren angewandt wurden<sup>47</sup>: 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.<sup>48</sup> 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.<sup>49</sup> Von 199 Antworten (für jeden Bewertungsfall konnte ein Fragebogen abgegeben werden) auf

---

<sup>47</sup> Vgl. ebenda, S. 1204.

<sup>48</sup> Vgl. ebenda, S. 1205.

<sup>49</sup> 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“<sup>50</sup>: 2 x Ertragswertverfahren plus 1 x Substanzwertverfahren dividiert durch 3) verwenden.<sup>51</sup> 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.<sup>52</sup>

Für Österreich sind die Ergebnisse ähnlich. *Egger* hat 1989 eine Befragung unter österreichischen Wirtschaftsprüfern durchgeführt<sup>53</sup>, 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 angewandt<sup>54</sup>: 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 Wirtschaftsprüfer<sup>55</sup>, 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 Aufspaltung 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,

<sup>50</sup> Vgl. ausführlich *Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern*, 8. Auflage, Düsseldorf 1995.

<sup>51</sup> Vgl. *Helbling, C.: Unternehmensbewertung in der Praxis...*, a.a.O., S. 561.

<sup>52</sup> Vgl. *Knüsel, D.: Unternehmensbewertung in der Schweiz*, Schweizer Treuhänder, 66. Jg. (1992), S. 309ff.

<sup>53</sup> Vgl. *Egger, A.: Stellungnahme zum Fachgutachten Unternehmensbewertung*, Journal für Betriebswirtschaft, 40. Jg. (1990), S. 111ff.

<sup>54</sup> Vgl. ebenda, S. 112.

<sup>55</sup> 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.