

## **6 Ein modifiziertes Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen**

Ein modifiziertes Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen sollte die Mängel, die herkömmliche Bewertungsverfahren bei der Anwendung auf kleinere Unternehmen haben, beseitigen. Die in den vorherigen Kapiteln identifizierten bewertungsrelevanten Besonderheiten der Gruppe der kleinen und mittleren Unternehmen müssen mithin im Bewertungskalkül berücksichtigt werden. Als bewertungsrelevant waren vor allem die folgenden Besonderheiten ermittelt worden:

- Einfluß des Unternehmers auf die Geschäftstätigkeit des zu bewertenden Unternehmens (Personenbezogenheit).
- Relevanz des unsystematischen Risikos durch die starke Finanz- und Humankapitalbindung des Unternehmers in dem kleinen und mittleren Unternehmen.
- Liquidation als zusätzliche Handlungsmöglichkeit von Verkäufern.
- Reproduktion des Unternehmens als zusätzliche Handlungsmöglichkeit von Käufern in einigen Fällen.
- Schwierige Datenlage aufgrund mangelnder betriebswirtschaftlicher Planungen und mangelhafter Daten des Rechnungswesens.
- Geringeres Budget für die Durchführung einer Unternehmensbewertung.

Im folgenden wird versucht, ein Bewertungsverfahren, das diese Besonderheiten berücksichtigt, sukzessive zu entwickeln. In einem ersten Schritt wird die Abgrenzung des Bewertungsobjekts diskutiert, die bei einem kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund der Personenbezogenheit und der durch sie entstehenden Vermischung von Privat- und Firmensphäre besonders schwierig ist. In den weiteren Schritten werden dann Modifikationen am Ertragswertverfahren vorgenommen, die die oben genannten Besonderheiten in das Bewertungskalkül integrieren.

### **6.1 Abgrenzung des Bewertungsobjekts**

Für eine ordnungsmäßige Unternehmensbewertung ist es unabdingbar zu wissen, welche Vermögensgegenstände zum Unternehmen gehören und welche nicht. Wird die Bewertung aus Anlaß eines Kaufs bzw. Verkaufs eines Unternehmens durchgeführt, darf der Bewerter nur diejenigen Vermögensgegenstände in der Bewertung berücksichtigen, die auch tatsächlich an den Käufer übertragen werden.

Die Unternehmensbewertung muß daher mit einer Auflistung über die zu übertragenden Vermögensgegenstände beginnen, die in einer Betriebsbesichtigung mit Hilfe von Inventar und Bilanz entwickelt wird.

Dies gibt beiden Parteien zum einen Sicherheit über die Substanz, die tatsächlich übertragen wird. Zum anderen kann der Bewerter mit dieser Auflistung die Einflüsse der übertragenen Substanz auf den Unternehmenswert berücksichtigen.<sup>1</sup> Die Substanz darf dabei nicht mit dem Substanzwert verwechselt werden. Auch bei einer Ertragsbewertung ist die Substanz von großer Bedeutung. Jeder Vermögensgegenstand, der übertragen wird, stellt für den Käufer des Unternehmens ersparte Aufwendungen dar. Beispielsweise erhöht eine Maschine, die in der Unternehmenssubstanz vorhanden ist und nicht mehr erworben werden muß, den Ertragswert, da keine Auszahlung mehr für ihren Erwerb getätigt werden muß.<sup>2</sup>

Bei kleinen und mittleren Unternehmen taucht in der Praxis das Problem auf, daß Betriebs- und Privatsphäre nicht klar voneinander getrennt sind. Dieses Problem hat besondere Bedeutung bei Personengesellschaften, bedingt durch die unbeschränkte Haftung der Gesellschafter mit ihrem Privatvermögen. Aber auch bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung und kleinen, nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften taucht das Problem der Verquickung von Betriebs- und Privatsphäre auf.

Das Problem der Abgrenzung von betrieblicher und privater Sphäre ist bei vielen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen von Bedeutung. Auch in der Steuerbilanz eines Unternehmens muß eine solche Abgrenzung vorgenommen werden. Diese Abgrenzung hat erhebliche Bedeutung, da Veräußerungsgewinne im Betriebsvermögen - im Gegensatz zu Veräußerungsgewinnen im Privatvermögen - versteuert werden müssen.<sup>3</sup> In vielen Fällen ist eine eindeutige Zurechnung möglich, so ist Kleidung und Hausrat des Unternehmers dem Privatvermögen zuzurechnen und eine Maschine dem Betriebsvermögen. Problematisch wird die Zurechnung - aus steuerlicher Sicht - immer bei der Möglichkeit von privater und betrieblicher Nutzung (beispielsweise bei Autos oder Wertpapieren).<sup>4</sup> Die durch Recht und Gesetz entwickelten Abgrenzungskriterien könnten auf die hier zu diskutierende Problematik übertragbar sein.

---

<sup>1</sup> Vgl. Sieben, G.: Der Substanzwert der Unternehmung, Wiesbaden 1963, S. 77.

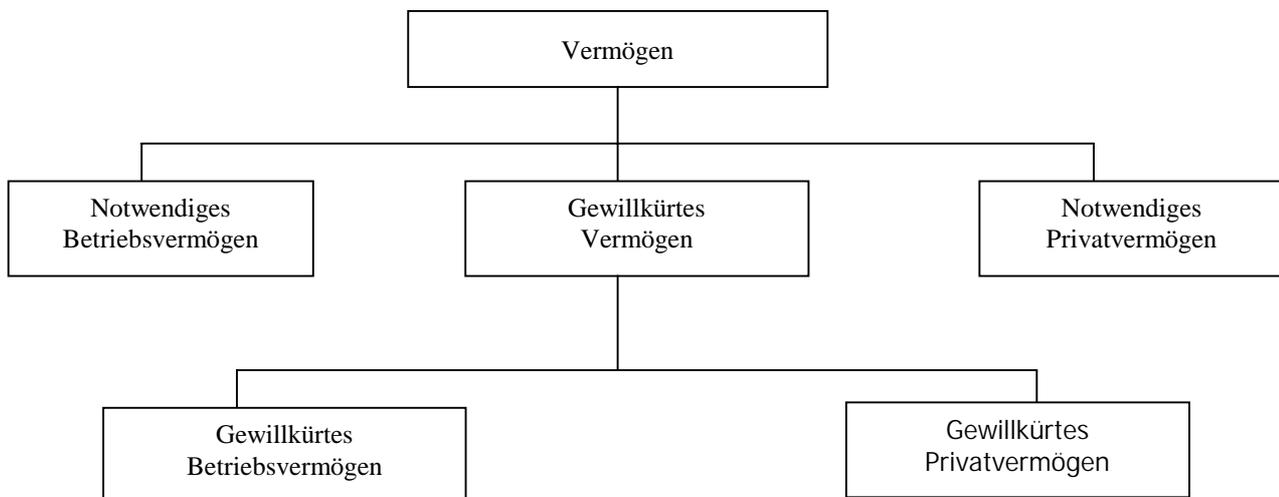
<sup>2</sup> Vgl. ebenda.

<sup>3</sup> Vgl. Wöhe, G.: Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Band I, 2. Halbband, 7. Auflage, München 1992, S. 27f.

<sup>4</sup> Vgl. ebenda, S. 28.

Ausschlaggebend ist - im steuerlichen Bereich - die Zweckbestimmung bzw. Funktion des Wirtschaftsgutes. Rechtsprechung und Finanzverwaltung rechnen notwendiges und gewillkürtes Betriebsvermögen der betrieblichen Sphäre zu.<sup>5</sup> Ersteres umfaßt alle Vermögensgegenstände, die ihrer Art nach nur betrieblich verwendet werden können oder ihrer Zweckbestimmung nach dem Betrieb dienen (z.B. Rohstoffe, Maschinen). Außerdem gehören alle im Betrieb hergestellten Wirtschaftsgüter (Halb- und Fertigfabrikate) und selbsterstellte Anlagen, Patente etc. zum notwendigen Betriebsvermögen. Ist die Bindung zum Betrieb nicht so eng, ist das Gut aber objektiv geeignet und dazu bestimmt, dem Betrieb zu dienen oder ihn zu fördern, wird ein Vermögensgegenstand zum gewillkürten Betriebsvermögen gezählt.<sup>6</sup> Alle anderen Wirtschaftsgüter gehören zum notwendigen Privatvermögen eines Steuerpflichtigen. Hierzu zählen alle Wirtschaftsgüter, die keine Verbindung zum Betrieb aufweisen und keine betriebliche Zweckbestimmung haben.<sup>7</sup>

Abbildung 6.1 gibt einen schematischen Überblick über die steuerlichen Vermögensarten.



### Abb. 6.1: Steuerliche Vermögensarten

(Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Endriss, H. W./Haas, H.: Steuerkompendium, Band 1: Ertragsteuern, 6. Auflage, Herne u.a. 1993, S. 58)

<sup>5</sup> Vgl. Wöhe, G./Bieg, H.: Grundzüge der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre, 3. Auflage, München 1991, S. 36; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, a.a.O., § 9, RZ 358; Coenenberg, A. G.: Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 15. Auflage, Landsberg/Lech 1994, S. 61f.; Falterbaum, H./Beckmann, H.: Buchführung und Bilanz, 15. Auflage, Achim 1993, S. 364ff.; Lehmann, M.: Betriebsvermögen und Sonderbetriebsvermögen. Ein Beitrag zur konzeptorientierten Anwendung des Erfolgsteuerrechts auf Personengesellschaften, Wiesbaden 1988, S. 221ff.

<sup>6</sup> Vgl. Wöhe, G./Bieg, H.: Grundzüge..., a.a.O., S. 36; Tipke, K./Lang, J.: Steuerrecht, a.a.O., § 9, RZ 359; Falterbaum, H./Beckmann, H.: Buchführung und Bilanz, a.a.O., S. 373ff.; BFH-Urteil vom 27.3.1968, BStBl II, S. 522.

<sup>7</sup> Vgl. Wöhe, G.: Betriebswirtschaftliche Steuerlehre..., a.a.O., S. 30f.

Diese steuerlichen Kriterien erscheinen durchaus geeignet, Ausgangspunkt für die Aufstellung des Inventars zum Zwecke einer Unternehmensbewertung zu sein. Auch bei einer Unternehmensbewertung ist die Zweckbestimmung des Vermögensgegenstandes von entscheidender Bedeutung: „Der Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit bezieht sich auf die im Interesse der Zielerfüllung erforderliche Kombination materieller und immaterieller Werte, die als Einheit den Erfolgsstrom hervorbringen.“<sup>8</sup>

Grundsätzlich sollte alles, was dem Unternehmen dient, übertragen werden. Ist die Übertragung von bestimmten betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen durch den Verkäufer nicht gewünscht, müssen diese dennoch in der Unternehmensbewertung Berücksichtigung finden. Praktische Relevanz hat dies insbesondere bei Patenten und Grundstücken, die häufig im Privatvermögen gehalten werden. Werden diese nicht an den Käufer übertragen, müssen künftig zu entrichtende Lizenzgebühren bzw. Mieten oder Pachten bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden.<sup>9</sup> Die zukünftig für die Nutzung zu entrichtenden Zahlungen sollten Teil des Unternehmenskaufvertrages werden, da eine spätere Erhöhung der Forderungen erhebliche negative Folgen für den Unternehmenskäufer nach sich ziehen würde. Aus diesem Grund empfiehlt sich auch eine langfristige Festschreibung der Zahllasten.

Die Höhe der für nicht übertragene aber betriebsnotwendige Vermögensgegenstände zu leistenden Zahlungen ist grundsätzlich Verhandlungssache. Es empfiehlt sich jedoch die Berücksichtigung von Marktpreisen (ortsübliche Mieten etc.).

Finanziell unterscheiden sich die Alternativen „komplette Übertragung aller Vermögensgegenstände“ und „Vermietung einiger Vermögensgegenstände“ bei rationalen Verhandlungspartnern grundsätzlich nicht. Die zukünftig zu entrichtenden Mietzahlungen verändern den Entscheidungswert der Verhandlungsparteien entsprechend. Der Entscheidungswert des potentiellen Unternehmenskäufers wird gemindert um den Gegenwartswert der Mietzahlungen. Der Entscheidungswert des Unternehmensverkäufers wird umgekehrt um den Gegenwartswert der Mietzahlungen erhöht.

---

<sup>8</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 2/1983..., a.a.O., S. 473.

<sup>9</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

Ogleich sich finanziell für beide Seiten nichts ändert, behält der Unternehmenskäufer bei Vermietung von Vermögensgegenständen einen stärkeren Einfluß auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dadurch, daß Preiserhöhungsspielräume beim Verkäufer verbleiben. Dies kann durch langfristige Vereinbarung im Kaufvertrag ausgeschlossen werden. Werden Patente beim Unternehmensverkauf nicht übertragen, besteht für den Käufer zudem die Gefahr, daß sich der Verkäufer dazu entschließt, das Patent auch an andere Unternehmen zu vergeben. In diesem Fall sollte sich der Käufer langfristig die exklusive Nutzung der Patente sichern. Geschieht dies nicht, steigt das Risiko für den Übernehmer erheblich an.

Umgekehrt stellt sich für den Verkäufer das Problem, daß er aus der Unternehmensmasse Vermögensgegenstände herauslösen muß, die er weiterhin privat nutzen möchte. Dies können beispielsweise Firmenwagen sein, die aus steuerlichen Gründen dem gewillkürten Betriebsvermögen zugerechnet worden sind. Diese Vermögensgegenstände würden bei einer Unternehmensbewertung mit dem Ertragswertverfahren i.d.R. durch den Käufer dem nicht-betriebsnotwendigen Vermögen zugeschlagen, welches zu Nettoveräußerungserlösen bewertet wird. Eine Herauslösung durch den Verkäufer mindert den Unternehmenswert entsprechend.

Das Problem der Trennung von betrieblicher und privater Sphäre ist nicht nur auf die Aktivseite der Bilanz beschränkt. Es gilt genauso auf der Passivseite bei der Berücksichtigung der Kapitalausstattung. Ausgangspunkt der Überlegungen ist die zum Bewertungsstichtag vorhandene Kapitalstruktur. Bei der Übernahme durch einen neuen Eigentümer müssen eventuelle Veränderungen berücksichtigt werden, z.B. dann, wenn Gesellschafterdarlehen nicht übertragen werden.<sup>10</sup> Diese Darlehen müssen dann aus Gesellschaftsmitteln getilgt werden, was die Kapitalbasis schrumpfen läßt. Eine andere Möglichkeit ist, daß Darlehen, die eigentlich der Privatsphäre zugerechnet werden müssen, bisher über das Unternehmen liefen.<sup>11</sup> Diese müssen aus der Bewertungseinheit herausgenommen und dem Verkäufer zugerechnet werden, was das Unternehmen mit weniger Fremdkapital verbleiben läßt.

---

<sup>10</sup> Vgl. ebenda; Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen..., a.a.O., S. 2243.

<sup>11</sup> Vgl. Shailer, G.: Capitalists and Entrepreneurs in Owner-managed Firms, *International Small Business Journal*, 12. Jg. (1993/94), Heft 3, S. 36.

Bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung und kleinen Aktiengesellschaften werden häufig Kredite mit privaten Vermögensgegenständen der Gesellschafter bzw. Hauptaktionäre gesichert. Bei einem Wechsel der Eigentümer kann die Sicherung durch den Alteigentümer bestehen bleiben. Für die Überlassung der Sicherheit wird der Alteigentümer allerdings eine Avalprovision<sup>12</sup> verlangen, die in der Bewertung des Unternehmens berücksichtigt werden muß.

Bei kleinen und mittleren Unternehmen fehlt oft eine angemessene Ausstattung mit Eigenkapital. Dies ist vor allem mit der unbeschränkten Haftung bei Personengesellschaften zu erklären, die neben dem beim Unternehmen angesiedelten Eigenkapital noch das persönliche Vermögen des Eigentümers zur Haftungsmasse schlägt<sup>13</sup> (eine Ausnahme stellt lediglich die Mischform GmbH & Co. KG<sup>14</sup> dar). Nach einem Verkauf fällt die persönliche Haftung des ehemaligen Eigentümers weg und es tritt die persönliche Haftung des neuen Eigentümers an ihre Stelle. Das Privatvermögen neben dem Eigentum am Unternehmen ist aber i.d.R. gering, was das Eigenkapital auf einen unangemessen niedrigen Wert drücken kann.<sup>15</sup> In einem solchen Fall muß bei der Bewertung des Unternehmens eine Stärkung der Eigenkapitalbasis berücksichtigt werden. Dies erfordert Gewinnthesaurierungen oder eine Kapitalerhöhung.<sup>16</sup> Gewinnthesaurierungen reduzieren die künftigen Ausschüttungen an den Eigentümer, was direkten Einfluß auf den Unternehmenswert hat. Eine Kapitalerhöhung mindert ebenfalls den Unternehmenswert, da sie eine Einzahlung des Eigentümers in das Unternehmen darstellt.

Die Eigenkapitalbasis sollte bis zu einem angemessenen Wert gestärkt werden. Fraglich ist, ab welchem Punkt die Angemessenheit gegeben ist.

---

<sup>12</sup> Der Begriff ist aus der Bankbetriebslehre übernommen. Ein Avalkredit bezeichnet die Übernahme einer Bürgschaft oder Garantie durch eine Bank für einen Kunden. Vgl. Büschgen, H. E.: Bankbetriebslehre, a.a.O., S. 336; Obst/Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Ein Handbuch, 39. Auflage, hrsg. von Kloten, N./von Stein, J. H., Stuttgart 1993, S. 486.

<sup>13</sup> Vgl. Ang, J. S.: On the Theory of Finance..., a.a.O., S. 186; Mugler, J.: Betriebswirtschaftslehre..., a.a.O., S. 430.

<sup>14</sup> Vgl. ausführlich zur Rechtsform der GmbH & Co. KG Hopfenbeck, W.: Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre, 9. Auflage, Landsberg/Lech 1995, S. 144ff.; Tillmann, B./Hesselmann, M.: Handbuch der GmbH & Co. KG, 18. Auflage, Köln 1997.

<sup>15</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer: Stellungnahme HFA 6/1997..., a.a.O., S. 27.

<sup>16</sup> Vgl. ebenda.

In der älteren betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich die Forderung, daß Eigen- und Fremdkapital im Verhältnis 1:1 vorhanden sein müssen.<sup>17</sup> Hintergrund dieser Forderung war, daß bei Verlust des Fremdkapitals dieses aus den Eigenmitteln noch rückzahlbar sein muß. Dabei wird vernachlässigt, daß diese Rückzahlbarkeit nur dann gewährleistet ist, wenn Eigen- und Fremdkapital in unterschiedlichen Objekten investiert sind. Des weiteren wird nicht beachtet, daß die Aufnahme von Fremdkapital den Unternehmenswert erhöhen kann in den Fällen, in denen die Rendite einer Investition höher ist als die aufzuwendenden Fremdkapitalzinsen.<sup>18</sup> Aus diesen Gründen ist eine starre Regel, wie die Relation 1:1 oder 1:2 - die für deutsche Verhältnisse häufig als realistischer angesehen wurde<sup>19</sup> - für das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital als Maß für die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung abzulehnen. *Perridon/Steiner* kommen zu dem Schluß: „Eine theoretisch begründbare allgemeingültige Aussage über das „richtige“ Verhältnis von EK/FK (*Eigenkapital/Fremdkapital*, S.B.) ist nicht möglich.“<sup>20</sup> Deswegen ist bei der Unternehmensbewertung eine individuelle Prüfung der Kapitalstruktur des Unternehmens notwendig. Hinweise über die Angemessenheit von Eigenkapitalquoten können von Branchendurchschnittswerten abgeleitet werden.<sup>21</sup>

In der Unternehmenspraxis taucht häufig - gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen mit umfangreichem Barverkehr - das Problem der Berücksichtigung von „Schwarzgeld“ auf.<sup>22</sup> Der Verkäufer möchte gerne, daß die Einnahmen, die bisher an den Büchern vorbei gelaufen sind, bei der Bewertung berücksichtigt werden. Dies würde den Unternehmenswert für beide Seiten erhöhen und damit den realisierbaren Preis. Für den Käufer ist die Berücksichtigung von „Schwarzgeld“ aber höchst problematisch. Zum einen müssen eventuelle steuerstraf- und haftungsrechtliche Folgen für das Unternehmen berücksichtigt werden. Zum anderen

---

<sup>17</sup> Vgl. Perridon, L./Steiner, M.: *Finanzwirtschaft der Unternehmung*, 8. Auflage, München 1995, S. 500; Lipfert, H.: *Finanzierungsregeln und Bilanzstrukturen*, in: *Finanzierungshandbuch*, hrsg. von Janberg, H., Wiesbaden 1970, S. 68. Vgl. grundlegend zur Problematik von Finanzierungsregeln Jacob, A.-F.: *Finanzierungsregeln, Vertrauenskapital und Risikoaversion*, in: Kistner, K.-P./Schmidt, R.: *Unternehmensdynamik*, FS für Horst Albach, S. 112ff.

<sup>18</sup> Vgl. Perridon, L./Steiner, M.: *Finanzwirtschaft...*, a.a.O., S. 500.

<sup>19</sup> Vgl. ebenda.

<sup>20</sup> Ebenda; ähnlich auch: Stüchtling, J.: *Finanzmanagement*, a.a.O., S. 490.

<sup>21</sup> Diese werden regelmäßig von der Deutschen Bundesbank erhoben. Vgl. Deutsche Bundesbank: *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1996*, Deutsche Bundesbank Monatsbericht, 49. Jg. (1997), Nr. 11, S. 38ff.

<sup>22</sup> Vgl. Niehues, K.: *Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen...*, a.a.O., S. 2244.

ist es nicht nachprüfbar, ob die bisher illegal durchgeführten Geschäftsvorfälle auch legal - also mit Steuerbelastung - fortbestehen können. Aus diesen Gründen dürfen solche Geschäfte nicht in eine Unternehmensbewertung integriert werden. Wurden von den bisherigen Eigentümern übermäßig viele Geschäfte an der Steuer vorbei getätigt, verbietet sich eine Übernahme. Dies gilt insbesondere für Großunternehmen als Käufer, die einer stärkeren Kontrolle durch die Finanzbehörden unterliegen als kleinere Unternehmen.

## 6.2 Traditionelles Ertragswertverfahren als Ausgangspunkt

Ausgangspunkt für die Entwicklung eines Bewertungsverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen ist das allgemein formulierte traditionelle Ertragswertverfahren, wie es in Kapitel 3.5.2.2 dieser Arbeit dargestellt worden ist.

Nach herrschender Meinung in Theorie und Praxis ist das Ertragswertverfahren das bestgeeignete Verfahren zur Ableitung von Entscheidungswerten eines Unternehmens. Das DCF Verfahren, das insbesondere von der betriebswirtschaftlichen Theorie amerikanischer Prägung bevorzugt wird, scheint für kleine und mittlere Unternehmen, aufgrund seiner kapitalmarkttheoretischen Fundierung, ungeeignet (vgl. ausführlich Kapitel 3.5.2.3 dieser Arbeit).

Wie gezeigt worden ist, werden die spezifischen Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen aber vom Ertragswertverfahren - und allen anderen Verfahren der Unternehmensbewertung - nicht berücksichtigt. Aufgabe der folgenden Ausführungen ist es, diese Besonderheiten in das Ertragswertkalkül zu integrieren. Grundgleichung des Ertragswertverfahrens ist Gleichung (3.31), die hier als Gleichung (6.1) wieder eingeführt wird:

$$(6.1) \quad W = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i+z)^t} + \frac{E}{(i+z) * (1+i+z)^{m+n}} + NBV$$

Möglichkeiten, die Besonderheiten von Bewertungsobjekten zu berücksichtigen, ergeben sich vor allem in der Überschußgröße E, dem Kalkulationszinsfuß i und dem zugehörigen Risikozuschlag z.

Die Personenbezogenheit bei kleinen und mittleren Unternehmen beeinflusst den Erfolg des Unternehmens. Ein guter Unternehmer wird i.d.R. mehr Erfolg mit dem

Unternehmen haben, als ein schlechter. Aus diesem Grund wird die Personenbezogenheit im Zähler berücksichtigt. Die Relevanz des unsystematischen Risikos muß demgegenüber im verwendeten Risikozuschlag zum Ausdruck kommen. Liquidation und Reproduktion von kleinen und mittleren Unternehmen stellen Wertunter- respektive Wertobergrenzen für die Entscheidungsträger dar. Aus diesem Grund werden diese Besonderheiten nicht in Gleichung (6.1) integriert, sondern als Restriktionen zusätzlich berücksichtigt. Bei all diesen Überlegungen muß immer bedacht werden, daß der Unternehmensbewerter bei kleinen und mittleren Unternehmen meist nur über wenige Daten verfügen kann und mit einem geringen Budget auskommen muß.

## **6.3 Modifikationen des Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen**

### **6.3.1 Berücksichtigung der Personenbezogenheit**

Als eine Besonderheit von kleinen und mittleren Unternehmen wurde der Einfluß des Eigentümer-Unternehmers auf die Geschäftstätigkeit und damit auf den Unternehmenswert identifiziert (vgl. Kapitel 2.3.1 dieser Arbeit). Im folgenden werden Modifikationen am Ertragswertverfahren vorgenommen, die das Humankapital<sup>23</sup> des Unternehmers im Unternehmenswert abbilden sollen.

In das Ertragswertkalkül sind zwei personenbezogene Faktoren aus Eigentümersicht zu integrieren:

- (1) Der Einfluß des Eigentümer-Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und damit auf den Unternehmenswert;
- (2) Die Vergütung des Arbeitseinsatzes des Eigentümer-Unternehmers durch laufende Auszahlungen des Unternehmens und Vorsorge zur persönlichen Alterssicherung.

---

<sup>23</sup> Insgesamt, ob bei großen oder kleinen Unternehmen, ist die Berücksichtigung des Humankapitals in der Unternehmensbewertung noch nicht sehr weit entwickelt. Vgl. Kittner, M.: „Human Resources“ in der Unternehmensbewertung, DB, 50. Jg. (1997), S. 2285ff.

Relevant für den Unternehmenswert sind daneben auch die Mitarbeiter des Unternehmens. Diese nicht-eigentümerorientierten personenbezogenen Faktoren werden im folgenden nicht weiter betrachtet, da diese Fragestellung den Rahmen der Arbeit überschreitet. Trotzdem hat der Bewerter auch die Mitarbeiter und ihren Einfluß auf den Unternehmenswert zu beachten. Das Personal wird insbesondere dann bewertungsrelevant, wenn es nach dem Unternehmensverkauf das Unternehmen verläßt.

### **6.3.1.1 Einfluß des Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und seine Abbildung in der Unternehmensbewertung**

Für die Unternehmensbewertung sind die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse, die das Unternehmen generiert, relevant. Diese werden bei kleinen und mittleren Unternehmen durch den Eigentümer-Unternehmer geprägt. Da bei einem Unternehmensverkauf die bisher prägende Persönlichkeit ausscheidet und ein neuer prägender Unternehmer an seine Stelle tritt, ist es für die Unternehmensbewertung notwendig, bei der Prognose der Einzahlungsüberschüsse die Qualität des Unternehmers zu berücksichtigen. Die Vorhersage ist weniger schwierig für den ausscheidenden Unternehmer, da er seine unternehmerische Qualität und deren Einfluß auf den Erfolg des Unternehmens in der Vergangenheit bewiesen hat. Aus diesem Grund ist zur Grenzpreisermittlung aus Verkäufersicht eine normale Prognose des zukünftigen Unternehmenserfolges auf Basis vergangener Erfolge ausreichend. Dadurch, daß der potentielle Käufer bessere oder schlechtere unternehmerische Eigenschaften hat, ändert sich die Grenze der Kompromißbereitschaft für den Verkäufer nicht, da seine Alternative zum Verkauf die Fortführung des Unternehmens mit sich selbst als Unternehmensleiter ist. Allerdings hat die Unternehmerqualität des potentiellen Käufers Auswirkungen auf den entstehenden Transaktionsbereich und damit auf die Verhandlungen.<sup>24</sup>

Anders stellt sich dies bei der Grenzpreisermittlung aus Sicht des Käufers dar. Der Käufer muß bei der Ertragsvorschau seine - in bezug auf das Kaufobjekt - noch

---

<sup>24</sup> Eine andere Ansicht vertritt Schildbach, T.: Der Verkäufer und das Unternehmen „wie es steht und liegt“..., a.a.O., S. 625f., der eine Einbeziehung der Unternehmerqualität des Käufers auch in die Bewertung aus Verkäufersicht fordert.

ungeprüften unternehmerischen Fähigkeiten berücksichtigen. Eine auf Basis der Vergangenheit durchgeführte Prognose kann zu Fehlbewertungen führen. Aufgrund des großen Einflusses des neuen Unternehmers kann es zu großen - mit vergangenheitsbasierten mathematisch-statistischen Prognoseverfahren nicht erfaßbaren - Entwicklungen kommen. Hat der neue Unternehmer bessere unternehmerische Qualitäten als der ausgeschiedene Unternehmer, vergrößert sich der zu erwartende Erfolg. Hat der neue Unternehmer schlechtere unternehmerische Qualitäten verkleinert sich dieser hingegen.

Diese zukünftigen Entwicklungen werden von den regelmäßig in der Unternehmensbewertung angewendeten Prognoseverfahren - Zeitreihenanalysen<sup>25</sup> und Regressionsanalysen<sup>26</sup> - nicht erfaßt. Alle vergangenheitsbasierten mathematisch-statistischen Prognoseverfahren gehen von der Prämisse aus, daß in der Vergangenheit beobachtete Erklärungsmuster des Prognosegegenstandes auch in der Zukunft wirksam sind.<sup>27</sup> Die Regelmäßigkeiten der Vergangenheit können aber durch Strukturbrüche, beispielsweise politische Ereignisse, Kursausschläge an den Finanzmärkten oder Naturkatastrophen, durchbrochen werden.<sup>28</sup> So stellte die deutsche Einheit einen für viele Unternehmen bedeutenden Strukturbruch dar.<sup>29</sup> Diese häufig exogenen Einflüsse aus Märkten und übriger Volkswirtschaft erschweren die Prognose gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen, die für die Beurteilung zukünftiger Unternehmenserfolge notwendig ist.<sup>30</sup>

Die Berücksichtigung von Strukturbrüchen ist ein generelles Problem aller wirtschaftlichen Prognosen und damit aller Unternehmensbewertungen.<sup>31</sup> Bei Prognosen für Unternehmensbewertungen aus Käufersicht von kleinen und mittleren Unternehmen tritt aber ein Problem hinzu. Kommt der Kauf zustande, gibt es automatisch einen Strukturbruch durch das Ausscheiden des prägenden bisherigen

<sup>25</sup> Vgl. Bamberg, G./Baur, F.: Statistik, 8. Auflage, München u.a. 1993, S. 217ff.; Neubauer, W.: Statistische Methoden, München 1994, S. 123ff.; Brockhoff, K.: Prognosen, in: Bea, F. X./Dichtl, E./Schweitzer, M. (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2: Führung, 7. Auflage, Stuttgart 1997, S. 677ff.; Thomas, R.: Quantitative methods for Business studies, London u.a. 1997, S. 222f.

<sup>26</sup> Vgl. Bamberg, G./Baur, F.: Statistik, a.a.O., S. 42ff.; Neubauer, W.: Statistische Methoden, a.a.O., S. 227ff.; Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 686ff.; Thomas, R.: Quantitative methods..., a.a.O., S. 224ff.

<sup>27</sup> Vgl. Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 655.

<sup>28</sup> Eine Liste von bedeutsamen exogenen Einflüssen der letzten 30 Jahre findet sich bei Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 87.

<sup>29</sup> Vgl. Brockhoff, K.: Prognosen, a.a.O., S. 655.

<sup>30</sup> Vgl. Funk, J./Börsig, C.: Treffsicherheit von Planungsprognosen und Planerreicherung, ZfbF, 45. Jg. (1993), S. 554.

<sup>31</sup> Vgl. Harrer, H.: Das Unsicherheitsmoment..., a.a.O., S. 309f.

Unternehmers und den Eintritt des neuen prägenden Unternehmers. Sind Strukturbrüche sonst mit dem Attribut der Unvorhersehbarkeit verknüpft<sup>32</sup>, kommt es bei Übernahmen von kleinen und mittleren Unternehmen zu einem vorhersehbaren Strukturbruch.

Gegenstand einer Prognose, die den vorhersehbaren Strukturbruch des Unternehmerwechsels berücksichtigt, sind zum einen die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse, die unter Berücksichtigung geplanter Veränderungen der Geschäftsstrategie - Investitionen und Desinvestitionen - ermittelt werden und zum anderen die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers, für den die Bewertung durchgeführt wird. Die ermittelte unternehmerische Qualität korrigiert die mit herkömmlichen Prognoseverfahren ermittelten zukünftigen Einzahlungsüberschüsse.

Zur Durchführung einer Prognose müssen zunächst Geschäftsbeziehungen und Erfolgspotentiale identifiziert werden, die nur mit dem bisherigen Unternehmens-eigner zu verwirklichen sind. Dies können Geschäftsbeziehungen sein, die mit spezifischen persönlichen Beziehungen oder Eigenschaften (Fähigkeiten, Religionszugehörigkeit<sup>33</sup>, Ausbildung etc.) des Unternehmers verknüpft sind. Weiterhin können Geschäftsbeziehungen, die aus persönlichen Beziehungen heraus entstanden sind, in vielen Fällen nicht weitergeführt werden. Das Erkennen von solchen Geschäftsbeziehungen ist sehr schwierig und setzt eine gründliche Analyse der Geschäftsbeziehungen aufgrund der vorhandenen und für den Unternehmensbewerter zugänglichen Unterlagen voraus.

Ergibt die Überprüfung, daß der überwiegende Teil oder gar alle Geschäftsbeziehungen nur mit dem ausscheidenden Eigentümer zu realisieren sind, ist das Unternehmen nicht marktfähig<sup>34</sup> - es kann nur liquidiert werden und muß zum Liquidationswert bewertet werden. So wird zum Beispiel das Atelier eines Kunstmalers oder Schriftstellers nicht übertragbar sein, da es ohne den Eigentümer nicht überlebensfähig ist. Die Praxis, daß ein Großteil der ebenfalls sehr stark

---

<sup>32</sup> Vgl. Löhr, D.: Die Grenzen..., a.a.O., S. 86.

<sup>33</sup> Beispielsweise muß bei einem lebensmittelchemischen Untersuchungsinstitut, das Lebensmittel daraufhin untersucht, ob Lebensmittel den jüdischen Reinheitsgeboten entsprechen (koscher sind), diese Geschäftsbeziehung dann bei der Ertragsvorschau ausgeblendet werden, wenn der potentielle Käufer nicht jüdischen Glaubens ist.

personenbezogenen freiberuflichen Praxen an Nachfolger übergeben wird, zeigt aber, daß man das Problem der Personenbezogenheit in vielen Fällen überwinden kann.<sup>35</sup>

Andererseits müssen bei der Bewertung aus Käufersicht Geschäftsbeziehungen hinzugerechnet werden, die er aufgrund seiner persönlichen Verbindungen und Eigenschaften zur bisherigen Geschäftsbasis des zu bewertenden Unternehmens hinzufügen kann. Diese erhöhen die Grenze der Kompromißbereitschaft.

Neben den konkreten Geschäftsbeziehungen und ihrer Relevanz für die vorzunehmende Ertragsvorschau sind auch die allgemeinen unternehmerischen Fähigkeiten des Käufers im Vergleich mit den Fähigkeiten des ausscheidenden Unternehmers relevant. Darunter sind die Fähigkeiten zur Mitarbeitermotivation, Kundenakquisition sowie Verhandlungsgeschick, Kreativität etc. zu fassen. Verfügt der Käufer über bessere unternehmerische Fähigkeiten als der Verkäufer, muß dies mit einem Aufschlag zu den prognostizierten Einzahlungsüberschüssen berücksichtigt werden, umgekehrt ist ein Abschlag vorzunehmen, wenn der Käufer schlechtere unternehmerische Qualitäten hat als der Verkäufer.

Die unternehmerischen Qualitäten des ausscheidenden Unternehmers lassen sich anhand der vergangenen Erfolge des zu bewertenden Unternehmens beurteilen. Außerdem sind Gespräche mit Kunden und Mitarbeitern durchführbar, die über die relevanten unternehmerischen Fähigkeiten Auskunft geben können. Damit können Anhaltspunkte für die Prognose gewonnen werden. Des weiteren ergibt sich in diesen Gesprächen die Chance mögliche Verbesserungen für die zukünftige Unternehmensführung zu identifizieren.

Sehr viel problematischer ist die Bestimmung der unternehmerischen Qualität des potentiellen Käufers. War dieser bereits unternehmerisch tätig - egal ob erfolgreich oder nicht<sup>36</sup> - lassen sich Rückschlüsse auf seine unternehmerischen Fähigkeiten ziehen, indem auf die vergangene Leistung rekurriert wird.

---

<sup>34</sup> Vgl. Niehues, K.: Unternehmensbewertung bei Unternehmenstransaktionen..., a.a.O., S. 2243; Bergamin, S.: Der Fremdverkauf einer Familienunternehmung im Nachfolgeprozess, Motive - Vorgehenskonzept - Externe Unterstützung, Bern u.a. 1995, S. 107.

<sup>35</sup> Vgl. Then Bergh, W.: Sonderheiten..., a.a.O., S. 172.

<sup>36</sup> Dabei muß eine nicht-erfolgreiche unternehmerische Tätigkeit nicht unbedingt negativ beurteilt werden, da Unternehmer eine Lernkurve entwickeln und beim zweiten Versuch durchaus besser abschneiden können. Vgl. Low, M. B./MacMillan, I. C.: Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges, Journal of Management, Vo. 14 (1988), S. 144. Vgl. zum Konzept der Erfahrungskurve Henderson, B. D.: Die Erfahrungskurve in der Unternehmensstrategie, 2. Auflage, Frankfurt u.a. 1986, S. 19ff.

War der potentielle Käufer bislang aber nicht unternehmerisch tätig, muß sich der Unternehmensbewerter auf andere Weise einen Eindruck vom unternehmerischen Potential machen. Als Methode kommt dafür zunächst die Dokumentenanalyse, also die Auswertung von Zeugnissen, Leistungsbeurteilungen vorheriger Arbeitgeber oder die Arbeit mit standardisierten biographischen Fragebögen in Betracht.<sup>37</sup> Diese eher unpersönlichen Methoden zur Beurteilung von unternehmerischen Qualitäten muß in jedem Fall durch persönliche Gespräche ergänzt werden, die wichtige Eindrücke zur Evaluation liefern können.<sup>38</sup> Neben das Gespräch mit dem potentiellen Käufer sollten aber auch Unterredungen mit ehemaligen Mitarbeitern, Vorgesetzten und Kunden treten.

Für diese Gespräche und Analysen benötigt der Unternehmensbewerter einen Referenzkatalog von Merkmalen, Qualifikationen und Eigenschaften von erfolgreichen Unternehmern. Anhand dieses Kataloges kann der Bewerter dann die unternehmerischen Leistungen der beiden in Rede stehenden Unternehmer beurteilen und eventuelle Zu- und Abschläge zu den prognostizierten Einzahlungsüberschüssen bemessen. Trotz vieler empirischer Untersuchungen über Merkmale von Unternehmern<sup>39</sup> fehlt bislang eine umfassende Charakterisierung von erfolgreichen Unternehmern.

Im folgenden sollen einige Anforderungen an gute Unternehmer, wie sie in der Literatur postuliert werden, dargestellt werden. Unter Anforderungen sollen Soll-Vorstellungen über die Voraussetzungen verstanden werden, die erfüllt sein müssen, um die unternehmerische Aufgabe zureichend bewältigen zu können.<sup>40</sup>

Es ist nicht möglich, einen solchen Anforderungskatalog endgültig und allgemeingültig aufzustellen.<sup>41</sup> Er kann für den Bewerter nur als Anhaltspunkt zur Beurteilung der unternehmerischen Qualität dienen. Eine individuelle Beurteilung der

<sup>37</sup> Vgl. Staehle, W. H.: Management, a.a.O., S. 742.

<sup>38</sup> So auch: Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale der persönlichen Kreditwürdigkeit bei Kreditanträgen mittelständischer Unternehmen, Bank-Archiv, 38. Jg.(1990), S. 791.

<sup>39</sup> Grundlegende Studien sind: Collins, O. F./Moore, D. G./Unwalla, D. B.: The Enterprising Man, East Lansing 1964 und McClelland, D. C.: The Achieving Society, New York 1967. Für Deutschland: Klandt, H.: Aktivität und Erfolg des Unternehmensgründers. Eine empirische Analyse des mikrosozialen Umfelds, Bergisch Gladbach 1984. Übersichten über die internationalen Forschungsaktivitäten finden sich beispielsweise bei Low, M. B./Mac Millan, I. C.: Entrepreneurship, a.a.O., S. 142ff.; Sexton, D. L./Bowman, N.: The entrepreneur: A capable executive and more, Journal of Business Venturing, Vol. 1 (1985), S. 129ff.

<sup>40</sup> Vgl. Berthel, J.: Personal-Management, Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 3. Auflage, Stuttgart 1992, S. 109.

<sup>41</sup> Vgl. Stevenson, H. H.: A Perspective on Entrepreneurship, in: Kao, J.: Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings, Englewood Cliffs 1989, S. 168.

einzelnen Person, der einzelnen unternehmerischen Aufgabe und dem Zusammenwirken beider sind unabdingbar. Jeder Einzelfall ist anders zu beurteilen. Folgende Ausführungen können bei einer Bewertung aber als Richtschnur hilfreich sein.

Für eine erfolgreiche Tätigkeit als Eigentümer-Unternehmer sind gute Fach- und Branchenkenntnisse von großer Wichtigkeit.<sup>42</sup> Empirische Erhebungen zeigen, daß Unternehmensgründer erfolgreicher sind, wenn sie bei ihrem vorherigen Arbeitgeber ähnliche Produkte und einen ähnlichen Kundenkreis zu bedienen hatten.<sup>43</sup> Allerdings scheinen die Fachkenntnisse mit steigender Unternehmensgröße relativ weniger bedeutend zu werden. Bei größeren Unternehmen werden die allgemeinen unternehmerischen Fähigkeiten dementsprechend bedeutender.<sup>44</sup>

Daneben erscheinen kaufmännische Kenntnisse (Finanzen, Rechnungswesen, Personalwirtschaft, Organisation, Marketing etc.) als besonders wichtig für eine erfolgreiche Unternehmensführung.<sup>45</sup> Dies korrespondiert mit den Erkenntnissen über die Auswirkungen des Einsatzes von betriebswirtschaftlichen Planungsinstrumenten auf den Unternehmenserfolg bei kleinen und mittleren Unternehmen (vgl. Kapitel 2.3.2 dieser Arbeit). Des weiteren zeigen Analysen von Unternehmenskonkursen oft mangelndes kaufmännisches Wissen als einen Hauptauslöser.<sup>46</sup>

Anhaltspunkte für die Erfüllung dieser Anforderungen, auf die sich der Unternehmensbewerber stützen kann, können einschlägige Berufserfahrungen und Bildungsabschlüsse sein. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen höchstem Bildungsabschluß und Erfolg als Unternehmer umstritten.<sup>47</sup>

---

<sup>42</sup> Vgl. Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, in: Gründungsplanung und Gründungsfinanzierung, hrsg. von Dieterle, W. K. M. und Winckler, E.-M., 2. Auflage, München 1995, S. 10; Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 43; Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale..., a.a.O., S. 789; Klandt, H.: Erkenntnis- und gestaltungsorientierte Überlegungen zur Unternehmerperson und ihrem mikrosozialen Umfeld als Erfolgsfaktoren der Unternehmung. Ein Problemaufriß mit Orientierung auf die Unternehmergebung, in: Schmude, J.: Unternehmensgründung - Beiträge zur interdisziplinären Gründungsforschung, Heidelberg 1994, S. 96.

<sup>43</sup> Vgl. Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, a.a.O., S. 10.

<sup>44</sup> Vgl. Bergamin, S.: Der Fremdverkauf..., a.a.O., S. 80.

<sup>45</sup> Vgl. Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: Merkmale..., a.a.O., S. 789; Hahn, D.: Unternehmungsphilosophie und Führungsorganisation in Familienunternehmungen, in: Strategische Unternehmensplanung, Strategische Unternehmensführung - Stand und Entwicklungstendenzen, 6. Auflage, herausgegeben von Hahn, D./Taylor, B., Heidelberg 1992, S. 768.

<sup>46</sup> Vgl. Hamer, E.: Mittelständische Unternehmen..., a.a.O., S. 147.

<sup>47</sup> Schröer, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 6 stellen einen „hochsignifikanten Zusammenhang zwischen dem Ausbildungsstand und der Unternehmensentwicklung fest.“ Dahingegen meint Klandt, H.: Gründerpersönlichkeit und Unternehmenserfolg, in: Chancen und Risiken der

Eine weitere in der Literatur häufig genannte Anforderung an erfolgreiche Unternehmer sind gute kommunikative Fähigkeiten.<sup>48</sup> Gute Kommunikation ist u.a. notwendig zum Auf- und Ausbau bzw. zum Erhalt von Kundenbeziehungen. Gerade bei der Übernahme eines bestehenden Unternehmens mit vorhandenen Kundenbeziehungen ist es von entscheidender Bedeutung, die Kunden von der Kontinuität der Qualität der Leistungserstellung zu überzeugen, um somit die Substanz der Unternehmung erhalten zu können. Außerdem ist es notwendig, externe Interessenten - oft als stakeholder<sup>49</sup> der Unternehmung bezeichnet - zu einer Unterstützung des Unternehmens zu bewegen.<sup>50</sup> Stakeholder, die für kleine und mittlere Unternehmen von Bedeutung sind, sind unter anderem: Mitarbeiter, Banken, Lieferanten, Genehmigungsbehörden, Nachbarn des Unternehmens und die allgemeine Öffentlichkeit. Auch hier sind die Anforderungen an die kommunikativen Fähigkeiten gerade direkt nach der Übernahme von besonderer Bedeutung.

Die Messung der kommunikativen Fähigkeiten ist äußerst schwierig. Der Bewerter kann sich lediglich in persönlichen Gesprächen mit den potentiellen Käufern und Verkäufern einen Eindruck verschaffen.

Ähnliches gilt für die Kreativität als Erfolgsfaktor für Unternehmer.<sup>51</sup> Die Entwicklung von neuen Ideen und die Aufstellung von Visionen ist für den Unternehmer ein wichtiger Faktor, um die Unternehmung voran zu bringen und neue Marktpotentiale zu erschließen. Die Einordnung von Individuen in die Klasse „kreativ“ und „nicht kreativ“ ist allerdings ebenfalls äußerst schwierig. Ein Anhaltspunkt können

---

Existenzgründung, Dokumentation des Bundesministeriums für Wirtschaft Nr. 392, Bonn 1996, S. 21: „Es gibt tendenziell keine Korrelationen.“ Eine britische Studie ermittelt dahingegen durchschnittliche Erfolge von Hochschulabsolventen. Vgl. Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: *Business Elites. The Psychology of Entrepreneurs and Intrapreneurs*, London u.a. 1994, S. 70f.

<sup>48</sup> Vgl. Quick, R.: *Management Buy-Outs - Motive und Anforderungsprofil*, WiSt, 20. Jg. (1991), S. 315; Staehle, W. H.: *Management*, a.a.O., S. 800.

<sup>49</sup> Vgl. ausführlich Speckbacher, G.: *Shareholder Value und Stakeholder Ansatz*, DBW, 57. Jg. (1997), S. 630ff.; Eberhardt, S.: *Sicherung der langfristigen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Unternehmungen mit Hilfe des modifizierten Stakeholder-Value-Ansatzes*, Stuttgart 1997; Ulrich, P./Fluri, E.: *Management: Eine konzentrierte Einführung*, 7. Auflage, Bern u.a. 1995, S. 78f.; Janisch, M.: *Das strategische Anspruchsgruppenmanagement - Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value*, St. Gallen 1992; Freeman, R. E.: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston u.a. 1984.

<sup>50</sup> Vgl. Low, M. B./Srivatsan, V.: *What does it mean to trust an entrepreneur?*, in: *International Entrepreneurship*, edited by Birley, S./MacMillan, I. C., London u.a. 1995, S. 59.

<sup>51</sup> Vgl. Rommelfanger, H./Bagus, T./Himmelsbach, E.: *Merkmale...*, a.a.O., S. 790; Staehle, W. H.: *Management*, a.a.O., S. 800; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: *Business Elites...*, a.a.O., S. 110; Kao, J.: *Entrepreneurship, Creativity & Organization - Text, Cases & Readings*, Englewood Cliffs 1989, S. 17. Eine umfassende Erläuterung des Kreativitätsbegriffs findet sich bei Csikszentmihalyi, M.: *Kreativität*, Stuttgart 1997.

vergangene Tätigkeiten des Unternehmers sein, die mittels biographischer Fragebögen erfragt werden.

Aus der psychologischen Forschung<sup>52</sup> stammt die Erkenntnis, daß erfolgreiche Unternehmer einen hohen „need for achievement“<sup>53</sup> und einen „internal locus of control“<sup>54</sup> haben. Letzteres bedeutet, daß der Unternehmer der Ansicht ist, daß er selber etwas verändern kann und sein Erfolg oder Mißerfolg nicht ferngesteuert ist durch andere Personen. Ersteres bedeutet, daß erfolgreiche Unternehmer ein hohes Verlangen nach Erfolg und den damit verbundenen Belohnungen monetärer, aber auch nicht-monetärer Art, haben. Die Messung dieser Motivationen bedient sich der Methoden der Psychologie und der empirischen Sozialforschung.<sup>55</sup> Mit der Anwendung dieser Meßmethoden wäre ein Bewerter überfordert, sie würden auch den Rahmen einer betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertung sprengen. Trotzdem sollte der Bewerter in der Beurteilung der Unternehmerqualität die Frage der Motivation nicht aussparen, sondern sie in den Gesprächen mit potentiellen Käufer und Verkäufer zu ergründen versuchen.

Für den Unternehmer ist der Umgang mit Risiko von besonderer Bedeutung (vgl. beispielsweise die Definition des Unternehmers von *Cantillon* in Kapitel 2.3.1 dieser Arbeit). Die Art und Weise, in der der Umgang mit Risiko erfolgt, ist demnach auch ein Faktor für den Erfolg eines Unternehmers. Dabei wird aber i.d.R. weniger Risikofreude als Erfolgsrezept angesehen, sondern das Eingehen von kalkulierbaren Risiken bzw. eine Risikotoleranz.<sup>56</sup> Ein erfolgreicher Unternehmer ist danach Risiken gegenüber aufgeschlossen und bereit, sie einzugehen. Allerdings wird er versuchen durch Sammeln von Informationen und durch Absicherungsstrategien das Risiko zu minimieren. Indikatoren für die Beurteilung des Umgangs mit Risiko können wiederum vergangene Tätigkeiten und Ereignisse in der Biographie des Unternehmers sein. Ein weiterer Anhaltspunkt ist aber auch der Umgang mit der bevor stehenden Unternehmenstransaktion. Je nachdem, mit welchen Finanzierungs-

---

<sup>52</sup> Vgl. McClelland, D.: *The Achieving Society*, a.a.O., S. 259ff.

<sup>53</sup> Hohes Bedürfnis nach Errungenschaften.

<sup>54</sup> Interner Ort der Kontrolle.

<sup>55</sup> Vgl. zur Messung dieser Motive McClelland, D.: *The Achieving Society*, a.a.O., S. 36ff.

<sup>56</sup> Vgl. Chell, E./Haworth, J./Brearley, S.: *The entrepreneurial personality...*, a.a.O., S. 42; Klandt, H.: *Gründerpersönlichkeit und Unternehmenserfolg*, a.a.O., S. 19; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: *Business Elites*, a.a.O., S. 136; Delmar, T.: *Zum Risiko-Management des Unternehmers - Eine exploratorische Studie über unternehmerischen Erfolg und Mißerfolg*, IGA, 44. Jg. (1996), S. 25; Pleitner, H. J.: *Beobachtungen und*

vorstellungen und Geschäftsplänen der potentielle Käufer versucht den Kauf zu

bewerkstelligen, lassen sich Rückschlüsse auf die Risikoneigung und den Umgang mit Risiko ziehen. Man kann allerdings vermuten, daß risikofreudige Unternehmer seltener einen Unternehmensbewerter in die Vorbereitung der Transaktion einschalten. Mithin ist schon das Einschalten des Bewerter ein Indiz für einen vernünftigen Umgang mit Risiko.

Daneben wird es von der Literatur als wichtig erachtet, daß der Unternehmer willens und auch physisch in der Lage ist, viel zu arbeiten.<sup>57</sup> Gerade zu Beginn der unternehmerischen Tätigkeit sind vielfältige und aufwendige Aufgaben zu erfüllen, die lange Arbeitszeiten erforderlich machen. Eng mit diesem Punkt verbunden ist die Unterstützung im Privatleben, die ebenfalls von vielen Autoren als Erfolgsfaktor angesehen wird.<sup>58</sup> Nur wenn die Unterstützung im Privatleben gegeben ist, kann sich der Unternehmer auf seine neue und arbeitsintensive Tätigkeit im Unternehmen konzentrieren. Der Bewerter muß sich, um einen korrekten Grenzpreis ermitteln zu können, folglich auch mit dem persönlichen Umfeld seines Mandanten befassen.

Tabelle 6.1 faßt die hier dargestellten Charakteristika von erfolgreichen Unternehmern und mögliche Indikatoren für deren Ausprägung noch einmal in Form einer Checkliste, wie sie ein Bewerter bei der Durchführung einer Unternehmensbewertung als Grundlage zur Beurteilung der Unternehmerqualität benutzen könnte, zusammen.

Der Bewerter sollte die Checkliste auf zwei Personen anwenden: auf den potentiellen Käufer und den potentiellen Verkäufer. Dies ist notwendig, um die für die Korrektur der zukünftigen Erträge notwendige Differenz der Unternehmerqualität zu bewerten. Seinen Eindruck von den unternehmerischen Fähigkeiten trägt der Bewerter auf einer 7er-Skala in aufsteigender Reihenfolge ab (1 = keine Fähigkeiten, 7 = sehr gute Fähigkeiten). Die Einschätzungen des Bewerter sind subjektiv, man kann aber davon ausgehen, daß mit zunehmender Erfahrung des Bewerter die Urteile immer treffsicherer werden.

---

<sup>57</sup> Vgl. Schröder, E./Freund, W.: Der Beitrag des Aus- und Weiterbildungswesens..., a.a.O., S. 43; Bergamin, S.: Der Fremdverkauf..., a.a.O., S. 80; Klandt, H.: Der Unternehmensgründer, a.a.O., S. 16; Quick, R.: Management Buy-Outs..., a.a.O., S. 315; Hatzig, C.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 53; Pleitner, H. J.: Beobachtungen und Überlegungen..., a.a.O., S. 516.

<sup>58</sup> Vgl. Klandt, H.: Erkenntnis- und gestaltungsorientierte Überlegungen..., a.a.O., S. 96; Hatzig, C.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 54; Quick, R.: Management Buy-Outs..., S. 315; Jennings, R./Cox, C./Cooper, C. L.: Business Elites..., a.a.O., S. 138.

<b>Merkmal</b>	<b>Indikator</b>	<b>Ausprägung nach subjektiver Einschätzung des Bewerter</b>
Fachkenntnisse und Branchenerfahrung	Berufserfahrung, Ausbildung	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kaufmännische Kenntnisse	Berufserfahrung, Ausbildung	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kommunikative Fähigkeiten	persönliche Gespräche mit dem Unternehmer und bisherigen Geschäftspartnern	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Kreativität	vergangene Tätigkeiten, biographischer Fragebogen, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
„need for achievement“	Gespräche mit dem Unternehmer	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
„internal locus of control“	Gespräche mit dem Unternehmer	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Risikotoleranz und Risikominimierung	biographischer Fragebogen, Umgang mit der Unternehmenstransaktion, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Bereitschaft und Fähigkeit, viel zu arbeiten	Gespräche mit dem Unternehmer und seinem Umfeld, Selbsteinschätzung des Unternehmers	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Unterstützung im Privatleben	Gespräche mit dem Unternehmer und seinem privaten Umfeld	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7

**Tab. 6.1: Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität**

Problematisch ist die Gewichtung der einzelnen Merkmale aus der Checkliste. Eine Gleichgewichtung erscheint fraglich, da Fachkenntnisse und kaufmännische Fähigkeiten von ganz entscheidender Bedeutung für die unternehmerische Arbeit sind. Diese können aber auch dadurch ausgeglichen werden, daß diese bereits in dem Unternehmen vorhanden sind und der Unternehmer mit guten kommunikativen Fähigkeiten in der Lage ist, diese Mitarbeiter zu fördern und richtig einzusetzen. Daher muß die Gewichtung von dem Bewerter für den Einzelfall – abhängig von den in der Unternehmung vorhandenen Potentialen, der Branche, den relevanten Märkten und den externen Interessenten - vorgenommen werden. Dies kann geschehen in Gesprächen mit dem potentiellen Verkäufer und Geschäftspartnern der Unternehmung.

Hat der Bewerter seine Einschätzung der unternehmerischen Qualitäten des ausscheidenden und des einsteigenden Unternehmers aufgestellt, muß er dieses

Ergebnis in die Ertragsvorschau einarbeiten. Ist die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers signifikant besser als die des ausscheidenden Unternehmers, wird dies dazu führen, daß die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse sich mittelfristig erhöhen werden. Der Bewerter muß diesen Effekt in der Ertragsvorschau durch einen Zuschlag zu den zukünftigen Einzahlungsüberschüssen berücksichtigen. Dies führt zu einem höheren Unternehmenswert für den potentiellen Käufer, der seinen Spielraum in den Kaufverhandlungen erhöht.

Ist die unternehmerische Qualität des potentiellen Käufers dahingegen signifikant schlechter, wird sich zu den Friktionen, die mit dem Unternehmerwechsel verbunden sind, noch ein mittelfristiger Rückgang der Einzahlungsüberschüsse gesellen. Dies muß in einem Abschlag bei der Ertragsvorschau berücksichtigt werden, was zur Folge hat, daß der Unternehmenswert aus Käufersicht geringer wird. Der Preis, den er maximal für das Unternehmen bezahlen kann, wird geringer, sein Verhandlungsspielraum eingeengt.

Ergeben sich keine signifikanten Unterschiede zwischen dem Käufer und dem Verkäufer des Unternehmens, ist eine Prognose aufgrund von Vergangenheitsdaten - unter Berücksichtigung der Friktionen des Unternehmerwechsels - möglich und sinnvoll. Zu- oder Abschläge sind in diesem Fall nicht notwendig.

Die hier vorgeschlagene Methodik der Berücksichtigung der Unternehmerqualität in der Unternehmensbewertung soll die Sensibilität des Bewerter für die personenbezogenen Einflüsse des Unternehmers erhöhen. Sie gibt Anhaltspunkte für die praktische Umsetzung mittels der Checkliste aus Tabelle 6.1. Die tatsächliche Quantifizierung der genannten personenbezogenen Merkmale ist allerdings noch nicht gelöst, hierzu sind noch erhebliche empirische Arbeiten notwendig, die die Faktoren, die Unternehmer erfolgreich machen, ermitteln und den konkreten Einfluß quantifizieren.

Eine empirische Erhebung, die das Ziel hat, die Bedeutung des Unternehmers für den Unternehmenserfolg zu quantifizieren, sollte an Unternehmen ansetzen, bei denen sich ein Unternehmerwechsel in der Vergangenheit vollzogen hat. Dann können die Einflüsse des alten und des neuen Unternehmers erfaßt werden. Zur Identifikation solcher Unternehmen bieten sich die Veröffentlichungen der Industrie- und

Handelskammern an, in denen Unternehmen zum Verkauf angeboten werden.<sup>59</sup> Hier annoncieren ausscheidungswillige mittelständische Unternehmer ihr Unternehmen, so daß sich eine große Menge von Untersuchungsobjekten aus dem Bereich der kleinen und mittleren Unternehmen identifizieren läßt.

Im nächsten Schritt der Untersuchung müssen Gespräche mit dem ausgeschiedenen und dem übernehmenden Unternehmer geführt werden. Beide müssen hinsichtlich ihrer Unternehmerqualität charakterisiert werden. Dazu kann die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität (Tabelle 6.1) als Maßstab herangezogen werden. Anschließend muß der Erfolg des Unternehmens mit den Charakteristika der Unternehmer verglichen werden. Der Erfolg des Unternehmens kann dabei mit Daten des Rechnungswesens festgestellt werden. Es empfiehlt sich, diese Daten direkt in die Zielgröße der Unternehmensbewertung, Einzahlungsüberschüsse, umzuwandeln (vgl. Tabelle 3.3). Damit sind auch außerordentliche Aufwendungen und Erträge des Betrachtungszeitraums aus der Untersuchung ausgeschlossen.

Um den Einfluß des Unternehmers aus der Vielzahl der Erfolgsfaktoren, die auf das Unternehmen einwirken, zu isolieren, muß ein Vergleich mit der Entwicklung anderer Unternehmen derselben Branche erfolgen. Branchenreports, auf die zu diesem Zweck zurückgegriffen werden kann, werden von verschiedenen Institutionen veröffentlicht.<sup>60</sup> Dann werden nur noch über- bzw. unterdurchschnittliche Erfolge im Vergleich zur Branche auf die Person des Unternehmers zurückgeführt. Problematisch bleibt dabei, daß eine völlige Isolierung des Faktors „Personenbezogenheit“ nicht möglich sein wird. Mit dem Rückgriff auf Daten der Branche können Ereignisse, die auf das untersuchte Unternehmen Einfluß haben aber nicht auf den Unternehmer zurückzuführen sind, nicht ausgeschlossen werden. Solche Ereignisse sind beispielsweise das Ausscheiden von Mitarbeitern, unerwartete Aufträge, Insolvenz von bedeutenden Kunden etc.

Für die Zwecke der Unternehmensbewertung empfiehlt sich eine Anlehnung an das Phasenschema des Instituts der Wirtschaftsprüfer (vgl. Kapitel 3.5.2.2.3). Insofern reicht es aus, die drei Jahre vor dem Unternehmerwechsel, also die letzten drei Jahre

---

<sup>59</sup> Vgl. für die Kammerbezirke Flensburg und Kiel die monatlich erscheinende Rubrik „Wirtschaftskontakte“ in der Zeitschrift WNO - Wirtschaft zwischen Nord- und Ostsee und für ganz Deutschland das Internet Angebot der Industrie- und Handelskammern unter <http://www.ulm.ihk.de/scripts/exi/edat.asp> (Stand: Oktober 1998).

<sup>60</sup> Vgl. beispielsweise die jährlich erscheinenden Betriebsvergleiche der Rationalisierungs-Gemeinschaft Handwerk Schleswig-Holstein.

unter der Verantwortung des ausgeschiedenen Unternehmers, und die drei Jahre nach dem Unternehmerwechsel, also die ersten drei Jahre unter dem neuen Unternehmer, zu betrachten.

Hat man genügend Einzeldaten über Charakteristika von Unternehmern und resultierenden Unternehmenserfolg gesammelt, können in einem nächsten Schritt mit Hilfe der Faktorenanalyse<sup>61</sup> Charakteristika identifiziert werden, die einen gleichgerichteten Einfluß auf den realisierten Unternehmenserfolg haben. Damit kann die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität (Tabelle 6.1) auf Merkmale mit unterschiedlichen Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg reduziert werden, da Interdependenzen zwischen einzelnen Charakteristika berücksichtigt werden.

Aus den ermittelten Merkmalskombinationen und ihren Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg können dann verschiedene Gruppen gebildet werden (Unternehmer mit dieser Merkmalskombination haben jenen Einfluß auf den Unternehmenserfolg). Als Methode zur Aufdeckung von Gruppen bietet sich das multivariate Verfahren der Clusteranalyse<sup>62</sup> an. Damit wäre das Ziel der vorzunehmenden empirischen Erhebung erreicht: Es sind Gruppen von Unternehmern mit gleichgerichteten Charakteristika identifiziert worden und deren Einfluß auf die Entwicklung der Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens mit Hilfe des Rechnungswesens ermittelt worden.

Es wäre wünschenswert, wenn eine derartige empirische Erhebung durchgeführt werden könnte und damit die Berücksichtigung der Unternehmerqualität in einem Unternehmensbewertungskalkül empirisch fundiert geschehen könnte.

---

<sup>61</sup> Vgl. Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P.: *Marktforschung. Methodische Grundlagen und praktische Anwendung*, 7. Auflage, Wiesbaden 1996, S. 219ff.; Meffert, H.: *Marketingforschung und Käuferverhalten*, 2. Auflage, Wiesbaden 1992, S. 257ff.; Überla, K.: *Faktorenanalyse*, Berlin u.a. 1972; Backhaus, K./Erichson, B. et al.: *Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung*, 7. Auflage, Berlin u.a. 1994, S. 188ff.; Harman, H. H.: *Modern Factor Analysis*, 3<sup>rd</sup> Edition, Chicago 1976; Aaker, D. A./Day, G. S.: *Marketing Research*, 4<sup>th</sup> Edition, New York 1990, S. 543ff.

<sup>62</sup> Vgl. Berekoven, L./Eckert, W./Ellenrieder, P.: *Marktforschung*, a.a.O., S. 228ff.; Meffert, H.: *Marketingforschung*, a.a.O., S. 267ff.; Backhaus, K./Erichson, B. et al.: *Multivariate Analysemethoden*, a.a.O., S. 260ff.; Aaker, D. A./Day, G. S.: *Marketing Research*, a.a.O., S. 583ff.; Everitt, B.: *Cluster Analysis*, 2<sup>nd</sup> Edition, London 1980; Aldendorfer, M. S./Blackfield, R. K.: *Cluster Analysis*, West Hillcrest 1984.

### 6.3.1.2 Bemessung des Unternehmerlohns

Bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen. Dies findet seine Begründung darin, daß die Alternative zur Unternehmenstransaktion, die im Kalkül betrachtet wird, keinen Arbeitseinsatz erfordert. Die Einzahlungen aus einer Anlage am Kapitalmarkt fließen ohne Arbeitsleistungen des Investors. Bei der Übernahme einer tätigen Beteiligung an einem Unternehmen ist dies anders. Daher erfordert der Kapitalisierungszinssatz im Nenner von Gleichung (6.1) nur den Einsatz von Kapital, während die Einzahlungsüberschüsse im Zähler sowohl Arbeits- als auch Kapitaleinsatz bedingen. Mit dem Ansatz eines Unternehmerlohns wird der Arbeitseinsatz aus den Einzahlungsüberschüssen im Zähler wieder herausgerechnet, so daß die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmenstransaktion und alternativer Kapitalanlage hergestellt wird.<sup>63</sup>

Der Unternehmerlohn ist dabei von der zuvor diskutierten Unternehmerqualität zu unterscheiden. Die Unternehmerqualität drückt den Einfluß des neuen Unternehmers auf die von dem gesamten Unternehmen zu erwirtschaftenden Einzahlungsüberschüsse aus. Der Unternehmerlohn macht hingegen Unternehmenstransaktion und Anlage am Kapitalmarkt vergleichbar.

Das Problem der Bemessung des Unternehmerlohns tritt bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften in vielen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen auf, da hier das Entgelt für den Arbeitseinsatz des Unternehmers ein Bestandteil des Gewinnes ist.<sup>64</sup> Anders ist es bei Kapitalgesellschaften, bei denen Geschäftsführer bzw. Vorstände ein Gehalt beziehen und der Gewinn erst nach Abzug dieser Aufwendungen ermittelt wird. Aus diesem Grund muß bei der Erfolgsbeurteilung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften ein kalkulatorischer Unternehmerlohn auch im internen Rechnungswesen zum Ansatz kommen.

Dies ist auch bei der Unternehmensbewertung von Unternehmen dieser Rechtsform durchzuführen. Die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse müssen um den kalkulatorischen Unternehmerlohn gekürzt werden. Dabei sollte die Höhe nach den Opportunitätskosten bemessen werden. Würde der potentielle Unternehmenskäufer auf die Unternehmenstransaktion verzichten, könnte er einer angestellten Tätigkeit

---

<sup>63</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 176; Nonnenmacher, R.: Anteilsbewertung..., a.a.O., S. 71.

<sup>64</sup> Vgl. Bussiek, J.: Anwendungsorientierte..., a.a.O., S. 171.

nachkommen. Insofern ist die Summe, die der Unternehmer bei einer angestellten Tätigkeit verdienen würde, als kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen.<sup>65</sup> Dabei ist darauf zu achten, daß die herangezogene angestellte Tätigkeit hinsichtlich Qualität und Intensität der neu aufzunehmenden unternehmerischen Tätigkeit entspricht.<sup>66</sup> Des weiteren sind bei dem Ansatz des Lohnes auch die mit einer angestellten Tätigkeit verbundenen Sozialleistungen, insbesondere die Alterssicherung, zu berücksichtigen. Sie sind Bestandteil des Lohnes (inklusive der Arbeitgeberanteile) und müssen folglich in den kalkulatorischen Unternehmerlohn eingerechnet werden.<sup>67</sup>

Neben dem Unternehmerlohn sind auch für ehemals unentgeltlich mithelfende Familienangehörige Personalaufwendungen in Ansatz zu bringen, da diese Tätigkeiten künftig über den Arbeitsmarkt nachgefragt werden müssen.

Der Ansatz des kalkulatorischen Unternehmerlohns erfüllt neben der Herstellung der Äquivalenz zwischen Kapitalanlage und Unternehmensinvestition auch die Funktion, die private Lebensführung des potentiellen Käufers, einschließlich der Altersversorgung, sicherzustellen. Dies ist in der Übernahmephase für derivative Existenzgründer ein wichtiger Faktor, da in der Gründungsphase oftmals nur sehr geringe Entnahmen möglich sind, die private Lebensführung trotzdem gesichert sein muß. Dies muß im Unternehmerlohn berücksichtigt werden.

Bei Kapitalgesellschaften ist das bislang gezahlte Geschäftsführergehalt auf seine Angemessenheit hin zu überprüfen. Maßstab sind dabei wiederum die als Angestellter realisierbaren Zahlungsströme. Hierbei ist zu beachten, daß beim Ansatz des Unternehmerlohns auch der Grundsatz der Subjektivität gilt. Die Opportunitätskosten unterscheiden sich möglicherweise bei Käufer und Verkäufer. Damit kann das bisher für den Geschäftsführer gezahlte Gehalt durchaus für den Verkäufer angemessen gewesen, für den potentiellen Käufer aber zu hoch bzw. zu niedrig sein.

---

<sup>65</sup> Vgl. Goetzke, W.: Bewertung..., a.a.O., S. 534; Wagner, F. W./Nonnenmacher, R.: Die Abfindung bei der Ausschließung aus einer Personengesellschaft. Besprechung der Entscheidung des BGH vom 12.2.1979, ZGR, 10. Jg. (1981), S. 677; Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 177.

<sup>66</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 177.

<sup>67</sup> Vgl. Rick, J.: Bewertung und Abgeltungskonditionen..., a.a.O., S. 56.

Bei dieser Angemessenheitsprüfung sind auch bislang gezahlte Nebenleistungen einzubeziehen.<sup>68</sup> Dies kann beispielsweise die Privatnutzung eines Dienstwagens oder einer Dienstwohnung sein. Durch solche eigentlich privaten Aufwendungen, die aber durch das Unternehmen getragen werden, können leicht überhöhte Erträge als Geschäftsführergehalt entstehen, die dann bei der Unternehmensbewertung gekürzt werden müssen. Obwohl auch der neue Eigentümer das Recht hat, sich Nebenleistungen zu gewähren<sup>69</sup>, muß er diese aus dem Unternehmerlohn - bis zur Höhe der Opportunitätskosten - herausrechnen. Tut er dies nicht, mindert er seinen Grenzpreis und schränkt seinen Verhandlungsspielraum unnötig ein. Auch wenn es dem Käufer gleichgültig ist, ob er eine Einzahlung als Geschäftsführergehalt oder als Gewinnausschüttung erhält, müssen diese Nebenleistungen demnach bei der Unternehmensbewertung zu den Einzahlungsüberschüssen gerechnet werden.

Analog ist bei der Bewertung aus Verkäufersicht ein kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen. Für den Verkäufer stellt der bislang gewährte Unternehmerlohn bzw. das Geschäftsführer- oder Vorstandsgehalt einen Erfolgsstrom dar, auf den er bei einem Unternehmensverkauf verzichtet. Ausgangspunkt ist dabei dessen bisherige Höhe inklusive Nebenleistungen (Dienstwagen, Dienstwohnung und ähnliches). Maßstab für die Angemessenheit müssen auch hier wiederum die Opportunitätskosten, also der alternativ realisierbare Lohn, sein.

Nach Ansicht von *Barthel* besteht die Gefahr, „daß der Unternehmerlohn den Unternehmenswert dominiert.“<sup>70</sup> Durch den Ansatz von realistischen Geschäftsführergehältern, die dem Opportunitätsgedanken Rechnung tragen, würden häufig negative Zukunftserfolge entstehen. Da für diese Unternehmen trotzdem positive Preise am Markt realisiert werden, sei der Ansatz eines Unternehmerlohns fraglich.<sup>71</sup> Hierbei wird die Erkenntnis vernachlässigt, daß bei personenbezogenen kleinen und mittleren Unternehmen nicht-monetäre Ziele, die mit dem Unternehmen realisiert werden sollen, von Bedeutung sind (vgl. Kapitel 4.1.3 dieser Arbeit). Der potentielle Käufer ist dann bereit auf monetäre Leistungen (den Unternehmerlohn) zu verzichten, wenn er mit dem Unternehmen nicht-monetäre Ziele verwirklichen

---

<sup>68</sup> Vgl. Helbling, C.: Bewertung von KMU..., a.a.O., S. 936.

<sup>69</sup> Vgl. Schubert, W./Barenbaum, L.: Control Premiums and the Value of the Closely-Held Firm, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1 (1991/92), S. 156.

<sup>70</sup> Barthel, C. W.: Unternehmenswert: Der Markt..., a.a.O., S. 1146.

<sup>71</sup> Vgl. ebenda.

kann. Diese metaökonomischen Erfolgsströme kürzen den monetären Unternehmerlohn. In Extremfällen könnte dies dazu führen, daß ein negativer Unternehmerlohn angesetzt werden muß.

Problematisch bei der Berücksichtigung nicht-monetärer Zielbeiträge ist deren Quantifizierung. Das Bewertungssubjekt muß in der Lage sein, nicht-monetäre Größen, wie das Streben nach Unabhängigkeit, zu monetarisieren, um sie praktikabel in einer Unternehmensbewertung berücksichtigen zu können. Die Korrektur des Unternehmerlohns um nicht-monetäre Zielbeiträge ist für den Bewerter alleine nicht lösbar. Das Bewertungssubjekt muß seine Zielstrukturen offenbaren und den Grad der Zielerreichung mit dem Unternehmen in Geldgrößen transformieren. Dies ist sowohl bei dem potentiellen Käufer oder Verkäufer abzufragen. Der Käufer wird i.d.R. mit dem Unternehmenserwerb zukünftig auch nicht-monetäre Ziele realisieren können. Er wird daher bereit sein, einen Abschlag vom Unternehmerlohn hinzunehmen. Währenddessen wird der Verkäufer i.d.R. mit dem Verkauf auf die Erfüllung von nicht-monetären Zielen verzichten, was einen Aufschlag zum Unternehmerlohn nötig machen würde.

Für den Bewerter ist es von erheblicher Bedeutung, das Vorhandensein von nicht-monetären Zielsetzungen seines Mandanten zu kennen und in den Beratungen danach zu fragen. Die Berücksichtigung der metaökonomischen Erfolge, die mit dem Unternehmen für die Bewertungsparteien zu erzielen sind, kann zu erheblichen Abweichungen von dem rein monetäre Zielsetzungen berücksichtigenden Wert führen. Bei ausschließlicher Ansatz des monetären Ziels würde - bei Vorliegen von metaökonomischen Zielsetzungen bei den Bewertungsparteien - die Bewertung zu einer schlechten Entscheidungsgrundlage führen, die eventuell irrationale Entscheidungen zur Folge hat.

Tabelle 6.2 faßt abschließend die Berücksichtigung des Unternehmerlohns für Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen und Kapitalgesellschaften aus Käufer- und Verkäufersicht zusammen.

### Berücksichtigung des Unternehmerlohns

	<b>Käufersicht</b>	<b>Verkäufer-sicht</b>
<b>Einzelunternehmen und Personengesellschaften</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ansatz des in angestellter Tätigkeit realisierbaren Lohnes (inklusive Sozialabgaben)</li> <li>• Berücksichtigung meta-ökonomischer Zielsetzungen i.d.R. durch Abschlag zum Unternehmerlohn</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ansatz des bisher gewährten Unternehmerlohns mit dem in einer angestellten Tätigkeit realisierbarem Lohn als Maßstab</li> <li>• Berücksichtigung meta-ökonomischer Zielsetzungen i.d.R. durch Aufschlag zum Unternehmerlohn</li> </ul>
<b>Kapitalgesellschaften</b>	Überprüfung der Angemessenheit und ggfs. Korrektur des Geschäftsführer- bzw. Vorstandsgehalts inklusive Nebenleistungen und nicht-monetärer Beiträge mit dem alternativ realisierbaren Lohn als Maßstab.	Ansatz des bisher gezahlten Geschäftsführer- bzw. Vorstandsgehalts inklusive Nebenleistungen und nicht-monetärer Beiträge mit dem alternativ erzielbaren Lohn als Maßstab.

**Tab. 6.2: Berücksichtigung des Unternehmerlohns bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen**

#### 6.3.2 Berücksichtigung des spezifischen Risikos von kleinen und mittleren Unternehmen

Das Problem der Risikoberücksichtigung in der Unternehmensbewertung hat den gleichen Zweck wie die Berücksichtigung des Unternehmerlohnes, nämlich die Vergleichbarkeit von Zähler und Nenner. Der Zähler aus Formel (6.1) ist risikobehaftet: Die Einzahlungsüberschüsse aus dem Unternehmen sind unsicher. Demgegenüber ist der Nenner risikolos: Die Einzahlungen aus der Anlage am Kapitalmarkt sind „quasi-sicher“. Um die Vergleichbarkeit zwischen beiden wieder herzustellen, gibt es zwei Möglichkeiten. Zum einen kann der Zähler in risikolose Größen umgewandelt werden. Dies wäre mit der Methode der Sicherheitsäquivalente<sup>72</sup>, bei der die zu den unsicheren Einzahlungen aus dem Unternehmen nutzenäquivalenten sicheren Einzahlungen im Zähler stehen, möglich.

<sup>72</sup> Vgl. Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit und ausführlicher Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 218ff.

Zum anderen kann man den Nenner in sein Risikoäquivalent umformen, dadurch, daß man - bei angenommener Risikoscheu des Entscheidungsträgers - einen Risikozuschlag zum quasi-sicheren Zinsfuß hinzurechnet.<sup>73</sup> Letzteres ist die in der Praxis am häufigsten angewandte Methode<sup>74</sup>, die auch hier weiter verfolgt werden soll.

Kann man auf Daten vom Kapitalmarkt zurückgreifen, läßt sich das Risiko des zu bewertenden Unternehmens modellhaft nachvollziehen. Der Kapitalmarkt hält dafür eine Einschätzung bereit. Wie in Kapitel 3.5.2.3.2 dargestellt, ist die Übertragung dieser Kapitalmarkteinschätzungen auf kleine und mittlere, nicht am Kapitalmarkt notierte Unternehmen aus theoretischen (nicht Übertragbarkeit der Prämissen der Kapitalmarkttheorie) und praktischen (Probleme bei der Datenbeschaffung) Gründen äußerst problematisch. Es muß also eine andere Methodik der Risikoberücksichtigung gefunden werden.

Alle anderen Methoden der Bemessung eines Risikozuschlags werden stark kritisiert, da sie vom Entscheidungsträger subjektiv bestimmt werden und intersubjektiv nicht nachvollziehbar sind.<sup>75</sup> So unbefriedigend die mangelnde Nachvollziehbarkeit aus wissenschaftlicher Sicht ist, erscheint doch gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen die individuelle Risiko(ab)neigung des Entscheidungsträgers - die bei Großunternehmen mit großem Eigentümerkreis gar nicht ermittelbar wäre - für die Bewertung relevant zu sein. Da der Eigentümer-Unternehmer stärker mit dem Unternehmen verwoben ist, ist auch seine subjektive Risikoeinstellung relevant. Des weiteren ist, wie in Kapitel 3.5.2.2.2 erläutert, die Plausibilität eines Risikozuschlages sehr wohl nachzuvollziehen. Aus diesen Gründen wird im folgenden die subjektive Bemessung des Risikozuschlages erläutert.

---

<sup>73</sup> Die Methode des Risikozuschlags geht zurück auf Lindahl, E.: *The Concept of Income*, in: *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, London 1933, S. 400ff. Kritisch zur Berücksichtigung des Risikos im Kalkulationszinsfuß: Schneider, D.: *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, 6. Auflage, Wiesbaden 1990, S. 435ff.

<sup>74</sup> Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 234; Siepe, G.: *Kapitalisierungszinssatz und Unternehmensbewertung*, WPg, 51. Jg. (1998), S. 327.

<sup>75</sup> Vgl. z.B. Mandl, G./Rabel, K.: *Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 232; Schneider, D.: *Investition...*, a.a.O., S. 435ff.; derselbe: *Marktwertorientierte Unternehmensrechnung: Pegasus mit Klumpfuß*, DB, 51. Jg. (1998), S. 1477f.; Hax, H.: *Investitionstheorie*, 5. Auflage, Heidelberg 1993, S. 134 mit weiteren Nachweisen.

Dem Investor wird die unsichere Zahlungsreihe aus dem Unternehmen und dessen Erwartungswert vorgelegt. Aus der Zahlungsreihe kann der Investor die Streuung der Einzahlungen um den Erwartungswert erkennen. Nun kann der Investor, abhängig von seiner individuellen Risikoeinstellung und der unsicheren Zahlungsreihe, einen Risikozuschlag benennen. Dieser ist zwar nicht objektiv zu berechnen, kann aber auf seine Plausibilität überprüft werden. Dazu ist es erforderlich, daß der Investor neben seinem Risikozuschlag auch die sicherheitsäquivalenten Unternehmenserträge für die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge nennt (das Verfahren wurde ausführlich in Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit dargestellt). Unter Berücksichtigung der Berechnung von logischen Grenzen für Risikozuschläge und der besonderen Bedeutung der Subjektivität der Bewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen erscheint die Methode der subjektiven Risikozuschläge trotz der gewichtigen Kritikpunkte am geeignetsten zu sein.

Die moderne Theorie der Finanzierung teilt das Risiko von Investitionen in ein systematisches Risiko, ausgelöst durch die Investition in risikobehaftete Märkte, und ein unsystematisches Risiko, ausgelöst durch spezifische Risiken des betrachteten Unternehmens.<sup>76</sup> Das unsystematische Risiko kann durch Diversifikation in verschiedene Anlagen ausgeglichen werden. Diese Voraussetzung ist bei personenbezogenen kleinen und mittleren Unternehmen nicht erfüllt. Eigentümer und potentielle Käufer, sofern es sich um angehende Eigentümer-Unternehmer handelt, haben in der Regel kein diversifiziertes Portefeuille. Sie haben ihr Finanzkapital und auch ihr Humankapital in dem Unternehmen gebunden und sind damit dem unsystematischen Risiko ausgesetzt.

Seien Frau Müller und Herr Schmidt zwei identische Investoren, die sich einzig durch den Grad der Diversifikation ihres Vermögens unterscheiden. Beide wollen das Unternehmen XYZ GmbH erwerben. Die XYZ GmbH würde für beide Investoren

---

<sup>76</sup> Vgl. z.B. Brealey, R. A./Myers, S. C.: Principles..., a.a.O., S. 173ff.

folgende unsichere Zahlungsreihe erwirtschaften (um die Darstellung einfach zu halten, werden nur zwei Szenarien und 3 Jahre betrachtet):

Jahr	1	2	3
Szenario I p = 0,5	50	100	150
Szenario II p = 0,5	0	40	80
Erwartungswert	25	70	115

**Tab. 6.3: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe der XYZ GmbH für Frau Müller und Herrn Schmidt**

Frau Müller wird nach dem Unternehmenskauf ihr ganzes Kapital, inklusive des Humankapitals, in der XYZ GmbH gebunden haben, während Herr Schmidt noch über ein Portefeuille in Wertpapieren verfügt, welches ihm in den zwei Szenarien Einzahlungen gemäß Tabelle 6.4 gewährt. Die Depotzusammenstellung durch Herrn Schmidt erfolgte so, daß möglichst Wertpapiere erworben wurden, die keine Korrelation mit dem Erfolg der XYZ GmbH aufwiesen.

Jahr	1	2	3
Szenario 1 p = 0,5	20	20	20
Szenario 2 p = 0,5	60	60	60
Erwartungswert	40	40	40

**Tab. 6.4: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Wertpapierportefeuille von Herrn Schmidt**

Für Herrn Schmidt ergibt sich folgende kombinierte Zahlungsreihe für sein Gesamtvermögen:

Jahr	1	2	3
Szenario 1 p = 0,5	70	120	170
Szenario 2 p = 0,5	60	100	140
Erwartungswert	65	110	155

**Tab. 6.5: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Gesamtvermögen von Herrn Schmidt**

Die Diversifikation führt dazu, daß Herr Schmidt insgesamt eine geringere Streuung seiner Einzahlungen, erwarten kann. Die Streuung der Einzahlungen, die Frau Müller zu erwarten hat (Tabelle 6.3) ist sehr viel höher als bei den Einzahlungen, die Herrn Schmidt erwarten. Die bewußte Diversifikation durch Herrn Schmidt hat zu einer erheblichen Reduktion der Variabilität geführt. Herr Schmidt wird bei identischer Risikoeinstellung - wie vorausgesetzt - einen niedrigeren Risikozuschlag für die Bewertung des gleichen Unternehmens wählen als Frau Müller.

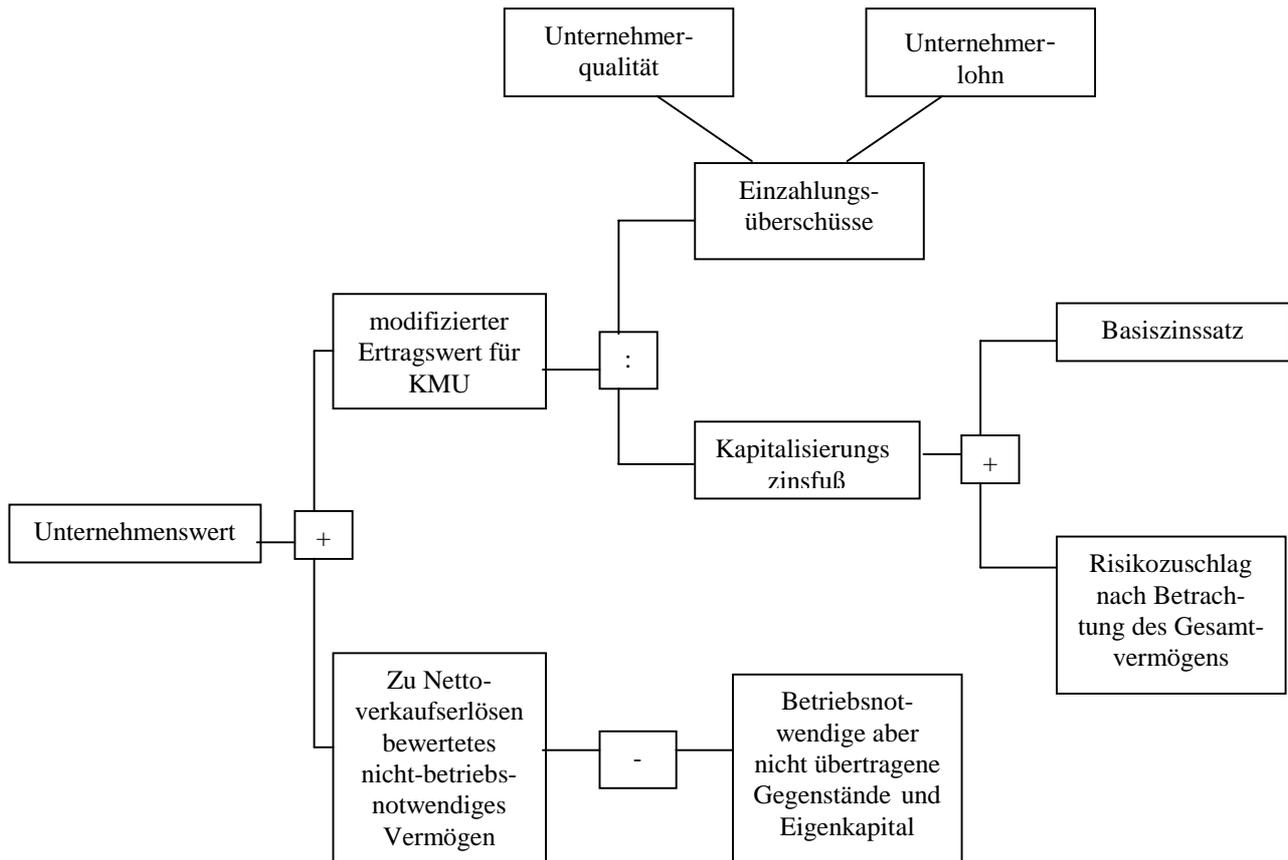
Aus diesem Beispiel wird deutlich, daß bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen die Betrachtung der unsicheren Zahlungsreihe des Unternehmens zur Bemessung des Risikozuschlages nicht ausreicht. Vielmehr ist das gesamte Portefeuille der Bewertungsparteien einzubeziehen, da auch die anderen Investitionen des Bewertungssubjekts erheblichen Einfluß auf seinen Unternehmenswert haben. Wird dem Bewertungssubjekt die Abhängigkeit des Risikos eines Unternehmenskaufs von seinen anderen Investments deutlich gemacht, kann er seinen subjektiven Risikozuschlag besser und fundierter bestimmen.

Zusammenfassend muß man feststellen, daß die Berücksichtigung des Risikos in der Unternehmensbewertung und der Investitionsrechnung im allgemeinen noch nicht hinreichend gelöst ist.<sup>77</sup> Die hier vorgestellte Vorgehensweise führt zu intersubjektiv nicht nachvollziehbaren Risikozuschlägen. Aus diesem Grund kommt dem verantwortungsvollen Umgang des Bewerter mit dem Risikozuschlag und der

<sup>77</sup> So auch Fama, E. F.: Discounting under Uncertainty, Journal of Business, Vol. 69 (1996), S. 427.

eingehenden Beratung, die besonders auch auf die spezifischen Risiken bei kleinen und mittleren Unternehmen hinweisen sollte, besondere Bedeutung zu.

Damit ist das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen entwickelt. Abbildung 6.2 stellt die Vorgehensweise noch einmal schematisch dar.



**Abb. 6.2: Schematische Darstellung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen**

#### 6.4 Restriktionen für den Unternehmenswert bei kleinen und mittleren Unternehmen

Die alleinige Bewertung mit dem Ertragswertverfahren reicht bei einer umfassenden Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen nicht aus. Beachtet werden muß auch, daß der Wert des Unternehmens nach oben und unten begrenzt ist: Nach oben durch die Kosten einer Reproduktion des Unternehmens für den Käufer; nach unten durch die Liquidation, also der Zerschlagung, des Unternehmens. Wann und wie man

den Reproduktions- bzw. den Liquidationswert ermittelt, ist Thema der folgenden Ausführungen.

#### **6.4.1 Obere Restriktion: Reproduktionswert**

##### **6.4.1.1 Voraussetzungen der Reproduzierbarkeit**

Bevor der Bewerter einen Reproduktionswert des Unternehmens ermittelt, muß er zunächst feststellen, ob eine Reproduktion überhaupt eine realistische Alternative zum Unternehmenskauf ist. Dazu ist es notwendig, Kriterien abzuleiten, die Hinweise auf die Realisierbarkeit einer Unternehmensreproduktion geben.

Reproduktion eines Unternehmens bezeichnet den Nachbau des zu bewertenden Unternehmens. Nach dem Grundsatz der Subjektivität ist dabei das Unternehmen nach den Zielen und Möglichkeiten des potentiellen Käufers neu zu errichten. Das Unternehmen ist dann reproduziert, wenn es den gleichen Vorteilsstrom für das Bewertungssubjekt erwirtschaftet wie das potentielle Kaufobjekt.

Eine Reproduktion wird tendenziell um so schwerer, je bedeutender die immaterielle Vermögensgegenstände für die Geschäftstätigkeit des zu bewertenden Unternehmens sind. Wissen, Marken oder Marktkenntnis sind nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung zu reproduzieren. Die Reproduktion kann durch lang laufende Patente ohne Lizenzierungsmöglichkeit oder durch Engpässe auf dem Arbeitsmarkt für Fachkräfte ganz ausgeschlossen sein.

Die Reproduktion wird außerdem durch Standortbindung erschwert. Eine Einzelhandelsgesellschaft kann zwar grundsätzlich reproduzierbar sein, aber einen besonderen Standort haben, der eine Reproduktion unmöglich macht.

Des weiteren scheint eine Reproduktion eines Unternehmens nur auf wachsenden Märkten realisierbar zu sein. Auf reifen Märkten, bei denen die Marktanteile schon verteilt sind, ist der Aufbau eines neuen Kundenstammes, der dann zu den gleichen Einzahlungsüberschüssen führt wie bei dem potentiellen Kaufobjekt, nur schwer erreichbar.

Aus diesen Ausführungen wird deutlich, daß die Reproduktion nur in Ausnahmefällen realisierbar sein wird. Der Bewerter sollte aber in jedem Fall die Realisierbarkeit eines Unternehmensnachbaus prüfen. Tabelle 6.6 faßt Kriterien für die Realisierbarkeit einer Reproduktion des Unternehmens zusammen.

Nr.	Kriterium
1	Geringe Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen
2	Geringe Bedeutung des Standortes für die Geschäftstätigkeit
3	Tätigkeit auf wachsenden Märkten

**Tab. 6.6: Kriterien zur Realisierbarkeit einer Reproduktion des zu bewertenden Unternehmens**

#### **6.4.1.2 Bestimmung des Reproduktionswertes**

Hat der Bewerter festgestellt, daß das Unternehmen reproduzierbar ist, steht der Investor vor der Entscheidung, das Unternehmen zu kaufen oder selber zu errichten. Er wird sich für den Kauf nur dann entscheiden, wenn die Reproduktion teurer wäre. Mithin ist der Reproduktionswert die Obergrenze für den Unternehmenswert.

Den Reproduktionswert eines Unternehmens kann man in Anlehnung an das Substanzwertverfahrens im Sinne ersparter Aufwendungen (vgl. ausführlich Kapitel 3.5.1.2 dieser Arbeit) berechnen. Danach entspricht der Unternehmenswert dem Barwert der Auszahlungen, die notwendig sind, um das Unternehmen neu zu errichten. Das Unternehmen wird dabei nach den subjektiven Vorstellungen des potentiellen Unternehmenskäufers wieder errichtet. Nicht-betriebsnotwendiges Vermögen bzw. nicht erwünschte Vermögensgegenstände, die sich im Anlagevermögen des zu bewertenden Unternehmens befinden, werden im Reproduktionswert nicht berücksichtigt.

Ausgangspunkt ist die Aufstellung eines Ziel-Inventars der neu zu errichtenden Unternehmung. Mit diesem Ziel-Inventar sollen dann die gleichen Einzahlungsüberschüsse erwirtschaftet werden wie vom zu bewertenden Unternehmen. Das von dem Investor gewünschte Inventar wird zu Marktpreisen bewertet, da es im Falle der Reproduktion auch real beschafft werden muß. Die Summe der Marktpreise der Vermögensgegenstände ist die mithin erste Komponente des Reproduktionswertes. Die zweite Komponente ist der Barwert der Auszahlungen, die notwendig sind, um das neu errichtete Unternehmen auf den gleichen Stand (hinsichtlich Geschäftstätigkeit und Marktanteil) zu bringen wie das vorhandene Unternehmen. Diese zweite Komponente ist notwendig, da eine Reproduktion des Unternehmens in einer logischen Sekunde nur eine Fiktion ist und die Reproduktion

tatsächlich lange Zeit dauern wird. Die Auszahlungen, die für die Etablierung des neuen Unternehmens notwendig sind, finden ihren Niederschlag in dieser zweiten Komponente. Während die Summe der Auszahlungen für das Ziel-Inventar in der Gegenwart gezahlt wird und sich eine Diskontierung folglich erübrigt, verteilen sich die Auszahlungen zur Etablierung des Unternehmens auf mehrere Jahre. Demnach müssen diese Beträge mit dem Opportunitätszinssatz auf ihren Gegenwartswert diskontiert werden (vgl. zum Kapitalisierungszinssatz 3.5.2.2.2 und 6.3.2 dieser Arbeit).

Formal ergibt sich der Reproduktionswert nach Formel (6.2):

$$(6.2) \quad RW = Z + \sum_{t=1}^T \frac{A_{Et}}{(1+i)^t}$$

mit: RW = Reproduktionswert

Z = Summe der Marktpreise des Ziel-Inventars für die neu zu errichtende Unternehmung

$A_{Et}$  = Auszahlungen zur Etablierung des neu zu errichtenden Unternehmens

Das hier vorgestellte Verfahren zur Ableitung eines Reproduktionswertes ist weniger eine Bewertung des zum Verkauf stehenden Unternehmens. Vielmehr wird die Alternative - die Neuerrichtung eines äquivalenten Unternehmens - bewertet. Damit ist dieses Vorgehen auch nur für Entscheidungsträger relevant, für die die Reproduktion des Unternehmens eine realistische Alternative ist. In diesen Fällen bezeichnet der Reproduktionswert die Obergrenze für den Unternehmenswert. Würde der ausgehandelte Unternehmenspreis über dem Reproduktionswert liegen, wäre ein Kauf des Unternehmens nicht vorteilhaft - die Neuerrichtung des Unternehmens wäre sinnvoller.

Eine alleinige Bewertung eines Unternehmens mit dem hier vorgestellten Reproduktionswert oder eine Anwendung dieses Verfahrens aus Verkäufersicht wäre fehlerhaft. Für den Verkäufer ist die Neuerrichtung des Unternehmens als Alternative irrelevant. Da der Unternehmensnachbau nur die Obergrenze für den Wert eines Unternehmens aus Käufersicht bezeichnet, sofern dies überhaupt eine realistische Alternative ist, darf auch aus Käufersicht dieser Wert nicht alleine stehen. Die

Bewertung mit dem modifizierten Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen muß im Mittelpunkt stehen.

## **6.4.2 Untere Restriktion: Liquidationswert**

### **6.4.2.1 Voraussetzungen der Liquidation**

Grundsätzlich ist jedes Unternehmen liquidierbar, d.h. zerschlagbar. Ist ein Unternehmen überschuldet bzw. zahlungsunfähig ist, eine Liquidation sogar unumgänglich.

Die Praxis zeigt trotz dieses Grundsatzes, daß große Unternehmen mit vielen Arbeitnehmern i.d.R. nicht liquidiert werden. In wirtschaftlichen Krisen erhalten diese Großunternehmen finanzielle Unterstützung durch Beteiligungen der öffentlichen Hand oder der Banken. Der öffentliche Druck ist bei diesen Unternehmen zu groß, um eine Zerschlagung vornehmen zu können.<sup>78</sup>

Dies ist bei kleinen und mittleren Unternehmen, bei denen die wirtschaftliche Bedeutung für die Region und damit die öffentliche Aufmerksamkeit geringer ist, anders. Diese Unternehmen können liquidiert werden. Aus diesem Grund erhält die Alternative „Liquidation“ auch Bedeutung für die Unternehmensbewertung. Der Liquidationswert wird zur Wertuntergrenze für Käufer und Verkäufer.

### **6.4.2.2 Bestimmung des Liquidationswertes**

Der Liquidationswert enthält drei Faktoren: das Zerschlagungsvermögen, die Zerschlagungsschulden und die Kosten der Liquidation. Die Berechnung des Liquidationswertes ist äußerst schwierig, da die Zerschlagungssituation für den Bewerter nur schwer zu antizipieren ist.<sup>79</sup>

Ausgangspunkt der Liquidationsbewertung ist das Inventar des Unternehmens. Die einzelnen Vermögensgegenstände werden dann zu Veräußerungserlösen - wie sie im Rahmen der Zerschlagung des Unternehmens zu erzielen sind - bewertet.<sup>80</sup> Ist ein Vermögensgegenstand nicht zu veräußern, beispielsweise eine Spezialmaschine, für die keine Nachfrage besteht, wird sie zum Schrottwert bewertet. Dieser kann durch Aufwendungen für Abbruch und Entsorgung allerdings negativ werden.

---

<sup>78</sup> Ein Beispiel ist der Maschinenbaukonzern Klöckner-Humboldt-Deutz AG (heute nur noch Deutz AG), der 1990 aus seiner wirtschaftlichen Krise durch eine Beteiligung der Deutschen Bank AG gerettet wurde.

<sup>79</sup> Vgl. Moxter, A.: Grundsätze..., a.a.O., S. 103.

<sup>80</sup> Vgl. Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 48.

Von diesem Zerschlagungsvermögen sind die bei der Auflösung der Gesellschaft zu deckenden Schulden abzuziehen. Des weiteren sind die Aufwendungen für die Liquidation abzuziehen, wie beispielsweise Verpflichtungen aus einem Sozialplan oder Steuerbelastungen durch die Aufdeckung von stillen Reserven durch die Veräußerung von Vermögensgegenständen.<sup>81</sup>

Ist der Liquidationswert größer als der Ertragswert bei Fortführung, wird der Verkäufer das Unternehmen liquidieren und die höheren Einzahlungen vereinnahmen. Auch der Grenzpreis des Käufers verschiebt sich vom niedrigeren Fortführungswert zum höheren Liquidationswert. Nach dem Kauf kann er das Unternehmen dann liquidieren und die Einzahlungen aus der Zerschlagung vereinnahmen. Damit ist der Liquidationswert sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer die Wertuntergrenze bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen.

## **6.5 Anwendungsbeispiel für das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen**

Im folgenden soll das oben entwickelte modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen an einem Beispiel<sup>82</sup> demonstriert werden. Das Beispiel ist so konstruiert, daß die Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen und ihre Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung besonders herausgestellt werden. Die Darstellung erfordert eine ganze Reihe von erheblichen Vereinfachungen, die im Verlauf der folgenden Ausführungen eingeführt werden.

Die Bewertung wird allein aus Sicht des Käufers dargestellt, das Vorgehen für den Verkäufer ist grundsätzlich äquivalent. Von Problemen der Datenbeschaffung (vgl. Kapitel 6.6.1 dieser Arbeit) wird abstrahiert. Des weiteren wird auf die Berücksichtigung von Steuern verzichtet (zur Einbeziehung vgl. Kapitel 6.6.1 dieser Arbeit).

---

<sup>81</sup> Vgl. Rationalisierungskuratorium der Deutschen Wirtschaft e.V. Arbeitskreis Mittelstand: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 9.

<sup>82</sup> Das Beispiel basiert auf einer tatsächlichen Bewertung, ist allerdings sehr stark verfremdet.

### **6.5.1 Das Unternehmen, der potentielle Käufer und der Bewerter**

Die Verleihnix GmbH ist ein gut eingeführter Fischgroßhandel, der Supermärkte und Restaurants in ganz Schleswig-Holstein beliefert. Der bisherige Eigentümer, Herr Hecht, möchte das Unternehmen, das er vor 30 Jahren gegründet hat, aus Altersgründen verkaufen. Das Unternehmen hat 15 Angestellte. Für Herrn Hecht ist es eine Bedingung für den Verkauf, daß alle Angestellten von dem neuen Eigentümer übernommen werden.

Frau Scholle möchte das Unternehmen gerne kaufen und sich so selbständig machen. Sie hat nach ihrem Studium der Fischereitechnik 5 Jahre bei einem großen Fischkonzern gearbeitet. Durch eine große Erbschaft hat sie genügend Kapital, um eine Übernahme zu finanzieren. Ihr Ziel ist es, mit dem ererbten Geld die Selbständigkeit zu erlangen.

Herr Krabbe ist von Frau Scholle beauftragt worden, eine Unternehmensbewertung durchzuführen. Herr Krabbe hat seine Mandantin zunächst über den Sinn und Zweck der Unternehmensbewertung aufgeklärt. Er hat herausgestellt, daß er einen Grenzpreis und keinen Marktpreis ermitteln wird.

### **6.5.2 Abgrenzung des Bewertungsobjekts**

Herr Krabbe besichtigt zusammen mit seiner Mandantin und Herrn Hecht das Unternehmen. Die drei stellen ein Inventar zusammen, das alle dem Betrieb dienenden Vermögensgegenstände umfaßt. Die Problematik der Abgrenzung von Privat- und Betriebsvermögen taucht bei einem Bürokomplex auf, der in einem Haus betrieben wird, welches Herr Hecht in seinem Privatvermögen hält und bislang dem Unternehmen mietfrei zur Verfügung gestellt hat. Die Verhandlungspartner vereinbaren einen langfristigen Mietvertrag mit einer Jahresmiete von 100.000 DM.

Die Bilanzanalyse durch Herrn Hecht ergibt eine angemessene Eigenkapitalquote. Aus diesem Grund ist eine Gewinnthesaurierung zur Herstellung eines angemessenen Bestandes an Eigenkapital nicht notwendig.

### **6.5.3 Prognose der Einzahlungsüberschüsse**

Zur Prognose der künftigen Einzahlungsüberschüsse verwendet Herr Krabbe Zahlen aus dem Rechnungswesen der vergangenen drei Jahre, wie sie in Tabelle 6.7 dargestellt sind.

	1996	1997	1998
<b>Erlöse (in DM)</b>			
Fische	5.880.000	6.540.000	7.300.000
Krabben	3.000.000	3.465.000	4.002.000
Muscheln	100.000	81.000	65.000
<b>Gesamt</b>	<b>8.980.000</b>	<b>10.086.000</b>	<b>11.367.000</b>
<b>Bruttomarge (in DM)</b>			
Fische	3.038.000	3.189.000	3.350.000
Krabben	1.350.000	1.514.000	1.700.000
Muscheln	46.250	36.630	29.000
<b>Gesamt</b>	<b>4.434.250</b>	<b>4.739.630</b>	<b>5.079.000</b>
<b>Aufwendungen/Erträge (aus dem externen Rechnungswesen)</b>			
Personal	2.350.000	2.397.000	2.445.000
Vertrieb	720.000	742.000	770.000
Sonst. Aufwendungen/Erträge	200.000	770.000	242.000
Abschreibungen	250.000	250.000	250.000
<i>davon Zuführung/Auflösung von Rückstellungen</i>	<i>0</i>	<i>550.000</i>	<i>0</i>
<b>Gesamt</b>	<b>3.520.000</b>	<b>4.159.000</b>	<b>3.707.000</b>
<b>Jahresüberschuß</b>	<b>914.250</b>	<b>580.630</b>	<b>1.372.000</b>

Tab. 6.7: Unternehmensanalyse - Finanzdaten der Verleihnix GmbH

Dabei ist die Bruttomarge definiert als:

$$(6.3) \text{ Bruttomarge} = \text{Erlöse} - (\text{Einkaufspreis} + \text{Nebenkosten})$$

Der Jahresüberschuß ergibt sich als:

$$(6.4) \text{ Jahresüberschuß} = \text{Bruttomarge} - \text{Aufwendungen}$$

Mit Hilfe dieser Daten können die Einzahlungsüberschüsse der letzten Jahre ermittelt werden (aus Vereinfachungsgründen wird davon ausgegangen, daß Umlauf- und Anlagevermögen, sowie Schulden konstant geblieben sind).

	1996	1997	1998
Jahresüberschuß	914.250	580.630	1.372.000
+ Abschreibungen	250.000	250.000	250.000
+ Zuführungen			
Rückstellungen	0	550.000	0
<b>= Einzahlungsüberschuß</b>	<b>1.164.250</b>	<b>1.380.630</b>	<b>1.622.000</b>

**Tab. 6.8: Unternehmensanalyse - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH**

Mit Hilfe von Daten des Branchenverbandes über die allgemeine Marktentwicklung und Prognosen der Wirtschaftsforschungsinstitute über die Lohnentwicklung kann Herr Krabbe nun eine Vorschau der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens vornehmen. Dabei geht er nach der Phasenmethode vor: Zunächst wird eine detaillierte Prognose für die Jahre 1999, 2000 und 2001 vorgenommen. Er fragt Frau Scholle nach ihren Plänen mit dem Unternehmen.

Aufgrund der schlechten Zukunftsaussichten möchte Frau Scholle aus dem Geschäft mit Muscheln aussteigen. Ab 1999 sollen keine Aufträge in diesem Bereich mehr durchgeführt werden.

Zukünftig möchte Frau Scholle auf einen eigenen Fuhrpark verzichten. Sie plant, den Vertrieb an einen Spediteur zu vergeben. Der eigene Fuhrpark - bestehend aus drei Kühlwagen - soll verkauft werden. Aus diesem Grund schlägt Herr Krabbe den Fuhrpark zum nicht-betriebsnotwendigen Vermögen, welches zu Veräußerungserlösen bewertet wird. Die drei Fahrzeuge würden nach Schätzungen für 400.000 DM zu veräußern sein. Für die Beauftragung des Spediteurs sind 220.000 DM jährlich zu veranschlagen, damit sinken die Vertriebskosten um 20.000 DM. Die Summe der Abschreibungen wird um 30.000 DM jährlich reduziert.

Die Rückstellung, die 1997 aufgrund eines Schadensersatzprozesses gebildet wurde, ist voraussichtlich im Jahre 1999 aufzulösen. Es wird ein Urteil zugunsten der Verleihnix GmbH erwartet.

Außerdem erfährt Herr Krabbe aus den Personalunterlagen, daß in den Jahren 1999 und 2000 jeweils eine Pensionierung ansteht. Frau Scholle möchte die Arbeitsplätze nicht neu besetzen. Dies bringt jeweils eine Ersparnis von 120.000 DM. Investitionen sind aufgrund des guten Zustandes und ausreichenden Kapazität der Lagerhalle und der sonstigen Anlagen in den nächsten Jahren nicht vorzunehmen.

Des weiteren geht Herr Krabbe davon aus, daß das Unternehmen - wie in der Vergangenheit auch - wie der Markt wachsen wird. Nach Schätzungen des Branchenverbandes seien 2% Wachstum im Bereich der Fische und 4% Wachstum im Segment der Krabben zu erwarten. Allerdings werden die Kunden, die nur wegen persönlicher Bindungen an Herrn Hecht bei der Verleihnix GmbH geordert haben, verloren gehen. Aus Mitarbeiter- und Kundengesprächen schätzt Herr Krabbe dieses Geschäftsvolumen auf 200.000 DM im Segment der Fische und 280.000 DM im Segment der Krabben im Jahre 1998. Diese Geschäfte haben durchschnittliche Bruttomargen erwirtschaftet.<sup>83</sup>

Der Verband der Fischgroßhändler geht weiterhin davon aus, daß sich die Bruttomargen bei Fischen zunächst aufgrund mangelnder Produktionskapazitäten und geringer Überwälzungsmöglichkeit der Preiserhöhungen auf den Endverbraucher verschlechtern werden und kumuliert geringer als der Markt, nämlich nur um 1 %, wachsen werden. Erst ab 2001 werden die Bruttomargen aufgrund neuer Zulieferer wieder ansteigen und zwar geschätzt um 3,5 %. Die Bruttomargen bei Krabben bleiben demgegenüber gleich und sollen auch kumuliert um 4 % wachsen.

Die Prognose beruht des weiteren auf folgenden Erwartungen:

- die Personalaufwendungen steigen jährlich um 2 %,
- die Vertriebsaufwendungen wachsen (ohne Berücksichtigung des Verkaufs des Fuhrparks) um jährlich 5 %,
- die sonstigen Aufwendungen wachsen wie bisher um jährlich 10 %.

Besondere Ereignisse und Änderungen werden bei der Prognose für die kommenden Jahre nicht mehr berücksichtigt. Die Trends (jährliche Veränderungsraten für die einzelnen Positionen) werden für die Jahre 2002 bis 2004 fortgeschrieben.<sup>84</sup> Gemäß der Phasenmethode werden ab dem Jahr 2005 die Ergebnisse einfach fortgeschrieben.

Der Bewerter geht davon aus, daß die Unternehmensentwicklung mit 20%-iger Wahrscheinlichkeit um 40 % nach unten abweichen wird. Mit gleicher Wahrscheinlichkeit geht er von einer 40%-igen Abweichung nach oben aus. Diese Erwartung beruht auf seinen Kenntnissen der Branche. Herr Krabbe stellt daher drei

<sup>83</sup> Berechnet als Bruttomarge/Erlöse \* 100 % ergibt sich eine durchschnittliche Bruttomarge für Krabben von 42,5 % und für Fische von 45,9 % im Jahr 1998.

<sup>84</sup> Die zweite Prognosephase erstreckt sich aus Vereinfachungsgründen im Beispiel lediglich auf die Jahre 4 bis 6. Eine längere detaillierte Prognose würde die Exaktheit der Bewertung verbessern.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
<b>Erlöse</b>							
Fische	7.242.000	7.386.840	7.534.577	7.685.268	7.838.974	7.995.753	7.995.753
Krabben	3.870.880	4.025.715	4.186.743	4.354.213	4.528.381	4.709.516	4.709.516
Muscheln	-	-	-	-	-	-	-
<b>Gesamt</b>	<b>11.112.880</b>	<b>11.412.555</b>	<b>11.721.320</b>	<b>12.039.481</b>	<b>12.367.355</b>	<b>12.705.269</b>	<b>12.705.269</b>
<b>Bruttomarge</b>							
Fische	3.253.695	3.286.232	3.401.250	3.520.294	3.643.504	3.771.027	3.771.027
Krabben	1.648.400	1.714.336	1.782.909	1.854.225	1.928.394	2.005.530	2.005.530
Muscheln	-	-	-	-	-	-	-
<b>Gesamt</b>	<b>4.902.095</b>	<b>5.000.568</b>	<b>5.184.159</b>	<b>5.374.519</b>	<b>5.571.898</b>	<b>5.776.557</b>	<b>5.776.557</b>
<b>Aufwendungen/ Erträge</b>							
Personal	2.371.500	2.296.530	2.342.461	2.389.310	2.437.096	2.485.838	2.485.838
Vertrieb	787.500	826.875	868.219	911.630	957.211	1.005.072	1.005.072
Mietaufwendungen	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Sonstige Aufwendungen	266.200	292.820	322.102	354.312	389.743	428.718	428.718
Sonstige Erträge	550.000	-	-	-	-	-	-
Abschreibungen	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000
<i>davon Auflösung Rückstellungen</i>	<i>550.000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<b>Gesamt (Aufwendungen – Erträge)</b>	<b>3.195.200</b>	<b>3.736.225</b>	<b>3.852.782</b>	<b>3.975.252</b>	<b>4.104.050</b>	<b>4.239.628</b>	<b>4.239.628</b>
<b>Jahresüberschuß</b>	<b>1.706.895</b>	<b>1.264.343</b>	<b>1.331.377</b>	<b>1.399.267</b>	<b>1.467.848</b>	<b>1.536.929</b>	<b>1.536.929</b>
Abschreibungen	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000	220.000
Auflösung Rückstellungen	-550.000	-	-	-	-	-	-
<b>Einzahlungs- überschüsse</b>	<b>1.376.895</b>	<b>1.484.343</b>	<b>1.551.377</b>	<b>1.619.267</b>	<b>1.687.848</b>	<b>1.756.929</b>	<b>1.756.929</b>

Tab. 6.9: Ergebnisprognose - Prognostizierte Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH

Szenarien auf. Da die erwartete Abweichungen nach unten und oben gleich hoch sind und auch deren geschätzte Wahrscheinlichkeiten gleich hoch sind, entsprechen die in Tabelle 6.9 prognostizierten Einzahlungsüberschüsse den Erwartungswerten.

Damit ist diese Phase der Bewertung abgeschlossen. Herr Krabbe hat die Ertragsvorschau für die Verleihnix GmbH mit Hilfe der strategischen Planung für das Unternehmen von Frau Scholle und Daten des Branchenverbandes und anderer öffentlich verfügbarer Datenquellen abgeschlossen.

#### 6.5.4 Berücksichtigung der Unternehmerqualität

Herr Krabbe benutzt als Grundlage für die Beurteilung der Unternehmerqualität die Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität, die in Kapitel 6.3.1.1 entwickelt worden ist. In Gesprächen mit den beiden Unternehmern - Herrn Hecht und Frau Scholle - werden die Ausprägungen der Merkmale von Herrn Krabbe nach seiner subjektiven Einschätzung festgestellt. Daneben zieht der Bewerter Einschätzungen der Kunden (bei Herrn Hecht) und des ehemaligen Arbeitgebers (bei Frau Scholle) heran. Es ergeben sich die Ausprägungen gemäß Tabelle 6.10.

<b>Merkmal</b>	<b>Ausprägung Herr Hecht</b>	<b>Ausprägung Frau Scholle</b>
Fachkenntnisse und Branchenerfahrung	7	6
Kaufmännische Kenntnisse	5	1
Kommunikative Fähigkeiten	5	5
Kreativität	3	2
„need for achievement“	4	7
„internal locus of control“	7	7
Risikotoleranz und Risikominimierung	5	5
Bereitschaft und Fähigkeit viel zu arbeiten	7	7
Unterstützung im Privatleben	7	7

**Tab. 6.10: Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Ausprägungen der Unternehmerqualität für Frau Scholle und Herrn Hecht**

Die Beurteilung der Unternehmerqualität ergibt bei den kaufmännischen Kenntnissen einen gravierenden Nachteil für Frau Scholle. Da sie bisher noch keine kaufmännischen Tätigkeit ausgeübt hat und auch keine kaufmännische Ausbildung genossen hat, fehlen ihr grundlegende kaufmännische Kenntnisse. Aus seinen Gesprächen mit Frau Scholle hat Herr Krabbe außerdem den Eindruck gewonnen, daß Frau Scholle die Bedeutung der kaufmännischen Tätigkeiten unterschätzt. Wie dargestellt sind kaufmännische Kenntnisse von großer Bedeutung für den Unternehmenserfolg (vgl. Kapitel 6.3.1.1 dieser Arbeit). Aus diesem Grund ist zu erwarten, daß es zu negativen Einflüssen auf den Unternehmenserfolg kommt. Für den Bewerter ist es außerordentlich schwierig, diese Gefahr zu quantifizieren. Eine exakte Quantifizierung dieses Effekts ist für Herrn Krabbe unmöglich. Er kann nur auf Erfahrungswerte aus seiner Praxis zurückgreifen und daraus einen pauschalen Abschlag ableiten. Aufgrund der Bedeutung der kaufmännischen Kenntnisse setzt er einen pauschalen Abschlag von 10 % auf die Einzahlungsüberschüsse fest. Die weiteren Unterschiede in den Merkmalsausprägungen hält der Bewerter für insgesamt unbedeutend, so daß er keine weiteren Korrekturen vornimmt.

Es ergeben sich die Einzahlungsüberschüsse nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität gemäß Tabelle 6.11.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Korrigierter Einzahlungsüberschuß	1.239.205	1.335.909	1.396.239	1.457.340	1.519.063	1.581.236	1.581.236

**Tab. 6.11: Berücksichtigung der Personenbezogenheit – Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität**

An dieser Stelle sei noch einmal die Bedeutung der Checkliste zur Unternehmerqualität erwähnt. Sie soll ein Hilfsmittel für den Bewerter darstellen. Ein Mittel zur exakten Quantifizierung stellt sie nicht dar. Es erscheint auch unmöglich, eine solche Quantifizierung exakt durchzuführen. Dennoch hat der Bewerter, wie in diesem Fall, bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen den Faktor „Unternehmerqualität“ einzubeziehen. Würde Herr Krabbe eine Bewertung allein auf

Basis der verfügbaren Unternehmensdaten durchführen, würde er seiner Mandantin einen zu hohen Grenzpreis nennen und sie damit möglicherweise zu einem ökonomisch irrationalen Verhalten verleiten, das ihre finanzielle Situation entsprechend verschlechtern würde.

#### **6.5.5 Berücksichtigung des Unternehmerlohns**

Ausgangspunkt der Festlegung des angemessenen Unternehmerlohnes ist das bisher gezahlte Geschäftsführergehalt. Herr Hecht hat sich bislang ein Geschäftsführergehalt - enthalten in den Personalaufwendungen - von DM 500.000 gewährt. Hinzu kamen DM 50.000, die in die Altersvorsorge des Unternehmers gesteckt wurden.

Zur Prüfung der Angemessenheit dieser Vergütung holt Herr Krabbe Informationen über die Vergütung in Fischgroßhandelsunternehmen ähnlicher Größe ein. Angestellte Geschäftsführer verdienen in diesen Unternehmen i.d.R. DM 150.000 plus DM 100.000 an Sozialversicherungsleistungen. Für Frau Scholle wäre die Alternative zur Übernahme der Verleihnix GmbH eine Position als angestellte Geschäftsführerin bei einem anderen Großhändler, die entsprechend der vom Bewerter eingeholten Zahlen vergütet würde. Diese Stelle wäre hinsichtlich Qualität und Quantität äquivalent zur Unternehmerposition. Mithin ist die Geschäftsführervergütung, die sich Herr Hecht bislang gewährt hat, für Frau Scholle zu hoch bemessen. Für die Bewertung wird nun lediglich der in anderen Unternehmen gezahlte Betrag von insgesamt DM 250.000 angesetzt. Dies vermindert die anzusetzenden Personalaufwendungen im Jahre 1998 um DM 300.000. Ab dem Jahr 1999 wird - wie im gesamten Posten Personalaufwendungen - eine jährliche Steigerungsrate von 2 % angesetzt.

Obwohl Frau Scholle sich gerne selbständig machen will, ist sie nach Befragen nicht dazu bereit, einen Abschlag vom Unternehmerlohn hinzunehmen. Aus diesem Grund wird in Tabelle 6.12 nur die Korrektur des Geschäftsführergehalts berücksichtigt.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Verminderung Personalaufwand <sup>85</sup>	306.000	312.120	318.362	324.730	331.224	337.849	337.849
Korrigierter Einzahlungsüberschuß	1.545.205	1.648.029	1.714.601	1.782.070	1.850.287	1.919.085	1.919.085

**Tab. 6.12: Berücksichtigung des Unternehmerlohnes – Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Ansetzung eines angemessenen Unternehmerlohnes für Frau Scholle**

An diesem Beispiel wird noch einmal die Bedeutung des Ansatzes eines angemessenen Unternehmerlohnes deutlich. Auf den ersten Blick erscheint es unterschiedslos, ob der Investor einen Unternehmerlohn oder eine Gewinnausschüttung erhält, denn beide stellen für den Entscheidungsträger Einzahlungen dar. Da bei der Unternehmensbewertung das Geschäftsführergehalt die Einzahlungsüberschüsse und damit den Unternehmenswert mindert, sollten in dem Unternehmerlohn nur die subjektiven Opportunitätskosten des Bewertungsobjekts zum Ausdruck kommen. Andernfalls könnte es passieren, daß das Unternehmen trotz eines eigentlich angemessenen Kaufpreises von dem Bewertungsobjekt nicht erworben würde.

Damit sind die für Frau Scholle relevanten Einzahlungsüberschüsse (in Tabelle 6.10) der Verleihnix GmbH ermittelt.

### 6.5.6 Bemessung des Kalkulationszinsfußes

Herr Krabbe bedient sich des Näherungsverfahrens, das für die Bemessung des Kalkulationszinsfußes meist angewendet wird: Der landesübliche Zinsfuß wird erhöht um einen Risikozuschlag. Den landesüblichen Zinsfuß ermittelt Herr Krabbe aus der aktuellen Verzinsung von lang laufenden Bundesanleihen. Dieser Zinssatz liege bei 8 %.

<sup>85</sup> Die Verminderung ergibt sich als Differenz aus dem jährlich um 2 % steigenden Gehalt, daß sich Herr Hecht gewährt hätte (1999: DM 561.000; 2000: DM 572.220; 2001: DM 583.664; 2002: DM 595.338; 2003: DM 607.244; 2004: DM 619.389; 2005 und folgende Jahre: DM 619.389) und dem für Frau Scholle angemessenen Geschäftsführergehalt, das ebenfalls um jährlich 2 % steigt (1999: DM 255.000; 2000: DM 260.100; 2001: DM 265.302; 2002: DM 270.608; 2003: DM 276.020; 2004: DM 281.540; 2005 und folgende Jahre: DM 281.540).

Zur Bemessung des Risikozuschlages wird Frau Scholle die Zahlungsreihe, die sie aus ihrem gesamten Vermögen zukünftig zu erwarten hat, vorgelegt. Neben den Einzahlungen aus dem Unternehmen und dem Geschäftsführergehalt hat sie noch 1.000.000 DM zum landesüblichen Zinsfuß angelegt. Die Einzahlungen aus der Anlage am Kapitalmarkt sind sicher. Dies gilt ebenso für das Geschäftsführergehalt. Unsicher sind allerdings die Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens. Es war angenommen worden, daß sie mit einer Wahrscheinlichkeit  $p = 0,2$  um 40% nach oben abweichen und mit der Wahrscheinlichkeit  $p = 0,2$  um 40 % nach unten abweichen. So ergeben sich drei Umweltzustände  $Z_1$ ,  $Z_2$  und  $Z_3$ :

- $Z_1$  = negativ (Abweichung - 40 %) mit der Wahrscheinlichkeit  $p = 0,2$ .
- $Z_2$  = neutral (Abweichung +/- 0 %) mit der Wahrscheinlichkeit  $p = 0,6$ ;
- $Z_3$  = positiv (Abweichung + 40 %) mit der Wahrscheinlichkeit  $p = 0,2$ ;

Die Zahlungsreihen, die Frau Scholle vorgelegt werden, sind in Tabelle 6.13 dargestellt.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
$Z_1$ ( $p = 0,2$ )	1.262.123	1.328.917	1.374.063	1.419.850	1.466.192	1.512.991	1.512.991
$Z_2$ ( $p = 0,6$ )	1.880.205	1.988.129	2.059.903	2.132.678	2.206.307	2.280.628	2.280.628
$Z_3$ ( $p = 0,2$ )	2.498.287	2.647.341	2.745.743	2.845.506	2.946.422	3.048.259	3.048.259

**Tab. 6.13: Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihen für das Gesamtvermögen von Frau Scholle**

Mit dieser Zahlungsreihe konfrontiert, gibt Frau Scholle nun ihren subjektiven Risikozuschlag bekannt. Sie entscheidet sich für einen Risikozuschlag von 2 %-Punkten<sup>86</sup> zum landesüblichen Zinsfuß. Herr Krabbe überprüft diesen Risikozuschlag auf seine Plausibilität. Dazu berechnet er mit Gleichung (3.28), die hier als Gleichung (6.5) wieder aufgenommen wird, das Sicherheitsäquivalent, das einem Risikozuschlag von 2 %-Punkten entspricht:

<sup>86</sup> Dieser Risikozuschlag ist für reale Bewertungen als äußerst niedrig anzusehen. Da in diesem Beispiel die Spannweite der erwarteten Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH mit plus bzw. minus 40 % als sehr niedrig angenommen wurde, wären höhere Risikozuschläge im Beispiel nicht plausibel. Bei realen Bewertungen muß i.d.R. von sehr viel größeren Schwankungen, inklusive der Möglichkeit von Verlusten des Unternehmens, und damit von höheren Risikozuschlägen ausgegangen werden.

$$(6.5) S = \frac{E}{i+z} * i$$

Die Erwartungswerte entsprechen in diesem speziellen Fall den Einzahlungsüberschüssen im Umweltzustand  $Z_2$ . Der Zinsfuß ist mit 8% vorgegeben. Die Sicherheitsäquivalente müssen nun für alle Jahre berechnet werden. Die Berechnung ist in Tabelle 6.14 abgebildet.

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 und folgende
Sicherheitsäquivalent	1.504.164	1.590.503	1.647.922	1.706.142	1.765.046	1.824.502	1.824.502

**Tab. 6.14: Berücksichtigung des Risikos - Sicherheitsäquivalente bei einem Risikozuschlag von 2%-Punkten**

Es zeigt sich, daß der von Frau Scholle gewählte Risikozuschlag plausibel ist. Er wäre dann nicht plausibel (vgl. das Beispiel in Kapitel 3.5.2.2.2 dieser Arbeit), wenn das zu dem Risikozuschlag gehörende Sicherheitsäquivalent unter dem schlechtestenfalls (hier im Umweltzustand  $Z_1$ ) realisierbaren Einzahlungsüberschuß liegen würde.

Mit dieser Plausibilitätsprüfung hat Herr Krabbe nun den letzten Schritt zur Festlegung des Kalkulationszinsfußes - bestehend aus dem landesüblichen Zinsfuß und dem Risikozuschlag - getan.

### 6.5.7 Berechnung des Ertragswertes

Nun kann die Gleichung (6.1) auf das Bewertungsproblem angewandt werden. Als Daten sind ermittelt worden:

- Kalkulationszinsfuß: 10 %,
- Einzahlungsüberschüsse:
  - 1999: 1.545.205;
  - 2000: 1.648.029;
  - 2001: 1.714.601;
  - 2002: 1.782.070;
  - 2003: 1.850.287;
  - 2004: 1.919.085;

- 2005 und folgende: 1.919.085,
- Veräußerungserlös des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens: 400.000,
- Dauer der ersten Prognosephase von 1999 bis 2001; Dauer der zweiten Prognosephase von 2002 bis 2004 und Beginn der dritten Prognosephase im Jahr 2005.

Durch Einsetzen dieser Daten in Gleichung (6.1) ergibt sich:

$$W = \frac{1.545.205}{1,1} + \frac{1.648.029}{1,1^2} + \frac{1.714.601}{1,1^3} + \frac{1.782.070}{1,1^4} + \frac{1.850.287}{1,1^5} + \frac{1.919.085}{1,1^6} + \frac{1.919.085}{0,1 * (1,1)^6} + 400.000$$

Der Ertragswert der Verleihnix GmbH für Frau Scholle ist folglich:

$$W = 18.737.013 \text{ DM}$$

An dem Unternehmenswert zeigt sich noch einmal die starke Bedeutung der letzten Prognosephase. Bei dem vorliegenden um einen Risikozuschlag erhöhten Kalkulationszinsfuß von 10 % und der kurzen zweiten Prognosephase hat der langfristige Prognosebereich, in dem nur die Ergebnisse fortgeschrieben werden, einen Einfluß auf den Unternehmenswert von mehr als 50 %.

### 6.5.8 Ermittlung der Restriktionen für den Unternehmenswert

Der ermittelte Ertragswert ist nur dann der Unternehmenswert der Verleihnix GmbH für Frau Scholle, wenn er über dem Liquidationswert (bei Liquidierbarkeit des Unternehmens) und unter dem Reproduktionswert (bei Reproduzierbarkeit des Unternehmens) liegt.

Herr Krabbe beginnt mit der Prüfung der grundsätzlichen Reproduzierbarkeit der Verleihnix GmbH. Dazu nutzt er die Checkliste, die in Kapitel 6.4.2.1 entwickelt worden ist.

Nr.	Kriterium	Erfüllt	
		ja	nein
1	Geringe Bedeutung von immateriellen Vermögensgegenständen		X
2	Geringe Bedeutung des Standortes für die Geschäftstätigkeit	X	
3	Tätigkeit auf wachsenden Märkten	X	

**Tab. 6.15: Restriktionen für den Unternehmenswert - Kriterien der Reproduzierbarkeit für die Verleihnix GmbH**

Der Fischgroßhandel ist, wie durch die Prognosen des Branchenverbandes belegt, ein wachsender Markt, so daß wahrscheinlich ein eigener Kundenstamm aufgebaut werden könnte für ein reproduziertes Unternehmen. Der Standort ist im Fischgroßhandel von geringerer Bedeutung, so daß auch hier kein Problem für die Reproduktion des Unternehmens liegen würde. Allerdings sind bei der Verleihnix GmbH immaterielle Vermögensgegenstände von großer Bedeutung. Herr Hecht hat Exklusivverträge mit Kunden, die nicht reproduzierbar sind. Einige seiner Lieferanten haben der Verleihnix GmbH für ihre Produkte Gebietsschutz für ganz Norddeutschland gewährt. Außerdem hat die Verleihnix GmbH einen hervorragenden Ruf hinsichtlich der Frische der Ware und des Lieferservices, der dazu geführt hat, daß sie zum Lieferanten bedeutender Restaurants und großer Kaufhäuser geworden ist. Eine Reproduktion dieser hervorragenden Reputation und der dadurch erreichten Kundenbeziehungen ist nach Ansicht von Herrn Krabbe mittelfristig unmöglich. Aus diesem Grund hält er die Verleihnix GmbH für nicht reproduzierbar und verzichtet auf die Ermittlung des Reproduktionswertes.

Obwohl die Verleihnix GmbH grundsätzlich liquidierbar ist, ist aufgrund der Verkaufsbedingung, alle Mitarbeiter zu übernehmen, eine Zerschlagung ausgeschlossen. Wäre eine Zerschlagung von Frau Scholle geplant, würde Herr Hecht nicht an sie verkaufen. Insofern scheidet auch eine Liquidation als

Handlungsmöglichkeit für Frau Scholle aus. Aus diesem Grund verzichtet Herr Krabbe auch auf die Ermittlung des Liquidationswertes.<sup>87</sup>

### **6.5.9 Ergebnis der Bewertung**

Herr Krabbe teilt seiner Mandantin abschließend das Bewertungsergebnis in Form eines Gutachtens, in dem er die gemachten Annahmen und Vereinfachungen ausführlich erläutert, mit. Der Unternehmenswert in Höhe von  $W = 18.737.013$  DM stellt den subjektiven Grenzpreis für Frau Scholle dar. Sie geht mit diesem Wissen in die Kaufverhandlungen mit Herrn Hecht. Dort kann Frau Scholle entweder mit einem Argumentationswert (vergleiche Kapitel 3.3.1.3 dieser Arbeit) versuchen, einen aus ihrer Sicht besonders günstigen Preis zu erreichen, oder in ein Schiedsverfahren mit einem neutralen Gutachter als Schiedsrichter (vergleiche Kapitel 3.3.1.2 dieser Arbeit) einwilligen.

## **6.6 Offene Probleme des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen**

### **6.6.1 Theoretische Probleme**

Mit dem hier entwickelten modifizierten Ertragswertverfahren gelingt es, Besonderheiten der kleinen und mittleren Unternehmen in dem Bewertungskalkül zu berücksichtigen. Trotzdem bleiben offene Probleme. Die grundsätzlichen Schwierigkeiten einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren sind bereits in Kapitel 3.5.2.2.5 dargestellt worden. Das Prognoseproblem, die Einbeziehung strategischer Ziele und die Problematik Bemessung des Kalkulationszinsfußes bleiben auch bei kleinen und mittleren Unternehmen bestehen. Hinzu kommen folgende spezifische theoretische Probleme für kleine und mittlere Unternehmen:

- Es fehlen objektive Kriterien für die Prognose der Unternehmerqualität. Hier müßte eine breit angelegte empirische Untersuchung, wie sie dargestellt worden ist, eine bessere Fundierung des Urteils und eine Umwandlung der beobachteten Kriterien in monetäre Größen ermöglichen.

---

<sup>87</sup> Für eine betriebswirtschaftliche Beratung des Käufers könnte eine Ermittlung des Liquidationswertes allerdings sehr wohl sinnvoll sein. Ein höherer Liquidationswert als Ertragswert kann als Hinweis auf eine schlechte Unternehmensführung interpretiert werden.

- Die vorgestellte Methode der Bemessung des Risikozuschlages ist intersubjektiv nicht nachvollziehbar, sie ist allein von der subjektiven Einschätzung des Bewertungssubjekts abhängig. Obwohl sich die Plausibilität der angegebenen Risikozuschläge prüfen läßt, ist diese Vorgehensweise aus theoretischer Sicht nach wie vor unbefriedigend. Kapitalmarktorientierte Lösungsansätze sind, wie dargestellt, nicht auf kleine und mittlere Unternehmen übertragbar.
- Die Einbeziehung von nicht-finanziellen Zielgrößen ist nach wie vor nicht befriedigend gelöst. Methoden zur Monetisierung von nicht-monetären Zielströmen, die für die Unternehmensbewertung nutzbar gemacht werden könnten, fehlen.
- Die Prognose der Etablierungskosten im Reproduktionswert als Wertobergrenze für kleine und mittlere Unternehmen ist nur äußerst schwierig durchführbar. Es fehlen Methoden zur Abschätzung der Etablierungskosten.

In dieser Arbeit sind Wirkungen der Besteuerung auf den Unternehmenswert ignoriert worden. Die Besteuerung hat jedoch erhebliche Einflüsse auf die Einzahlungen des Unternehmens an den Investor. Darüber hinaus hat die Höhe der Ausschüttungen wiederum erheblichen Einfluß auf die persönlichen Steuern des Unternehmers. Aus diesen Gründen ist eine Einbeziehung der Steuerbelastung sowohl aus theoretischer als auch aus praktischer Sicht geboten.<sup>88</sup> Für die hier dargestellte Problematik hätte die Einbeziehung der ertragsteuerlichen Einflüsse keinen weiteren Erkenntnisfortschritt gebracht, die Darstellung wäre aber erheblich komplexer geworden. Die Übertragung von Methoden zur Berücksichtigung von Ertragsteuern in der Unternehmensbewertung, die Theorie und Praxis der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre entwickelt haben<sup>89</sup>, scheint darüber hinaus unproblematisch.

---

<sup>88</sup> So auch Ballwieser, W.: Unternehmensbewertung und Steuern, in: Elschen, R./Siegel, T./Wagner, F. W. (Hrsg.): Unternehmenstheorie und Besteuerung, Festschrift für Dieter Schneider, Wiesbaden 1995, S. 19ff.; Mandl, G./Rabel, K.: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 173.

<sup>89</sup> Vgl. beispielsweise Siepe, G.: Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung, Teil I, WPg, 50. Jg. (1997), S. 1ff.; Siepe, G.: Die Berücksichtigung von Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung, Teil II, WPg, 50. Jg. (1997), S. 37ff.; Ballwieser, W.: Kalkulationszinsfuß und Steuern, DB, 50. Jg. (1997), S. 2393ff.; Siegel, T.: Steuern in der Unternehmensbewertung bei Wachstum und Risiko, DB, 50. Jg. (1997), S. 2389ff.; Popp, M.: Simultan integrierte Unternehmensbewertung, DStR, 36. Jg. 1998), S. 542ff.; Günther, R.: Unternehmensbewertung: Ermittlung des Ertragswerts nach Einkommensteuer bei Risiko und Wachstum, DB, 51. Jg. (1998), S. 382ff.

Die offenen Probleme einer besonderen Bewertung für kleine und mittlere Unternehmen erfordern noch verstärkte Forschungsaktivitäten. Mit dem virulent werdenden Nachfolgeproblem und dem stärkeren öffentlichen Interesse an den Problemen des Mittelstandes sind allerdings auch stärkere Bemühungen in diesem Bereich zu erwarten.

### **6.6.2 Praktische Probleme**

Bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen tauchen besondere praktische Probleme auf. Das Budget, das ein potentieller Käufer oder Verkäufer für eine Bewertung eines kleineren Unternehmens zur Verfügung hat, ist i.d.R. viel geringer als bei einem Großunternehmen.<sup>90</sup> Aus diesem Grund ist der Bewerter gehalten, die Bewertung möglichst kostengünstig zu gestalten. Die Komplexität der Bewertung muß folglich in der Praxis soweit wie möglich, d.h. ohne die Bewertungsergebnisse stark zu verfälschen, reduziert werden.

Dieses Problem wird noch dadurch verschärft, daß in kleinen und mittleren Unternehmen oft betriebswirtschaftliche Rechenwerke und Planungen, auf die sich ein Bewerter stützen könnte, fehlen bzw. nur mangelhaft sind (vergleiche Kapitel 2.3.2 dieser Arbeit). Um eine gute Datenbasis für die Bewertung zu erhalten, müßten eigentlich sowohl ein Planungsinstrumentarium als auch ein betriebswirtschaftlichen Ansprüchen genügendes Rechnungswesen in dem Bewertungsobjekt implementiert werden. Dies würde den Rahmen einer Unternehmensbewertung - sowohl in finanzieller als auch in zeitlicher Hinsicht - sprengen. Daher steht der Bewerter in der Praxis vor der Situation, mit einer nur sehr geringen Datenbasis arbeiten zu müssen. Zur Prognose der Einzahlungsüberschüsse kann er eventuell auf Markt- und Branchenstudien aus öffentlich zugänglichen Quellen - Kammern, Branchenverbände, Banken, Wirtschaftsforschungsinstitute, Statistische Ämter des Bundes und der Länder etc. - zurückgreifen. Die Bemessung des angemessenen Unternehmerlohnes kann mit Gehaltsstudien, wie sie von Gewerkschaften und Arbeitsämtern veröffentlicht werden, vereinfacht werden. Der Rückgriff auf Sekundäruntersuchungen beinhaltet aber das Problem, daß beim Bewertungsobjekt durchaus andere Entwicklungen als auf dem Gesamtmarkt möglich sind.

---

<sup>90</sup> Vgl. auch Bremer, J.-G.: Die schematisierte Unternehmensbewertung..., a.a.O., S. 51.

Denkbar ist auch der Einsatz von Bewertern, die auf bestimmte Branchen spezialisiert sind und aus diesem Grund einige Vorarbeiten - volkswirtschaftliche und branchenspezifische Entwicklungslinien - auf das nächste Mandat übertragen können. Vereinfachungen, die aus Budgetgründen vorgenommen werden, dürfen allerdings nicht zu erheblichen Abweichungen vom Wert, der bei voller Anwendung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen errechnet worden wäre, führen. Wäre dies der Fall, hätte dies unter Umständen erhebliche ökonomische Nachteile für den Mandanten zur Folge, die die Ersparnis bei der Bewertung übertreffen würden. Aus diesem Grund scheiden die Praktikerverfahren als alleiniges Bewertungsinstrument für Unternehmen - trotz ihrer schnellen und damit kostengünstigen Anwendung - aus.

Die Bewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen steht also vor einer ganz besonderen Problematik: Die für die Bewertung verfügbaren Geldmittel sind i.d.R. sehr gering. Die Bedingungen für die Bewertung in den Unternehmen sind allerdings so, daß sie eine besonders umfassende - und damit teure - Bewertung erfordern würden. Dieses Dilemma ist nicht vollständig aufzulösen. Vorsichtige Vereinfachungen, z.B. durch Rückgriff auf Marktstudien und ähnliches, sind notwendig. Allerdings muß sich der Bewerter dieser Vereinfachungen bewußt sein. Das Ertragswertverfahren und seine Modifikationen für kleine und mittlere Unternehmen stellen selbst schon erhebliche Vereinfachungen der Bewertung dar. Weitere Komplexitätsreduktionen erfordern daher große Vorsicht.