

# Unternehmensbewertung von KMU – Prozessuale und quantitative Besonderheiten

Thorsten Hackspiel, Walter Fries Unternehmensberatung | Mergers & Acquisitions, Aschaffenburg\*

## 1. Einleitung

► Die Theorie der Unternehmensbewertung befasst sich weitestgehend mit der Bewertung großer kapitalmarkt-orientierter Unternehmen, wohingegen die spezifischen Merkmale kleiner und mittelständischer Unternehmen (KMU) und deren Auswirkungen auf den Unternehmenswert nur unzureichend erforscht wurden. Dabei kommt dieser Art von Unternehmen insbesondere in Deutschland eine große Bedeutung zu<sup>1</sup> und stellt in der Praxis das hauptsächliche Bewertungsobjekt dar. Die Bedeutung der Unternehmensbewertung von KMU wird zudem aufgrund der zu erwartenden deutlichen Zunahme der anstehenden Nachfolgereglungen<sup>2</sup> weiter ansteigen. In der überwiegenden Anzahl derer wird auch eine Unternehmensbewertung als Basis für die Findung eines Transaktionspreises vorgenommen werden müssen.

Die Unternehmensbewertung stellt bei KMU eine große Herausforderung dar. Prognostische Aussagen können aufgrund der vielfach geringen Aussagekraft von Vergangenheitswerten sowie der nicht vorhandenen längerfristigen Planzahlen, welche die Basis für zukunftsorientierte Bewertungsverfahren darstellen, nur in enger und aufwändiger Abstimmung mit dem Unternehmer bzw. dem Management erfolgen. Hinzu kommen exogene Unsicherheiten, die im Rahmen einer detaillierten Unternehmensbewertung regelmäßig beachtet werden müssen. Dabei gilt es, diese Unwägbarkeiten sowohl im Rahmen der Plandaten als auch in der Ermittlung des Kapitalisierungszinses einzubeziehen.

Der Beitrag verfolgt im Wesentlichen zwei Ziele: Vorrangig sollen die Besonderheiten von KMU identifiziert und in den gängigen Bewertungsverfahren prozessual und quantitativ berücksichtigt werden. In der Literatur wurden besondere Risiken von KMU zwar erkannt, die Risikoaufschläge sind allerdings eher pauschaler Natur. Ein weiteres Ziel liegt in der Einführung einer Standardisierung für KMU-Unternehmensbewertungen. Eigene Beobachtungen haben ergeben, dass Unternehmensbewertungen in unterschiedlichsten Varianten und Intensitäten durch-

geführt werden. Dies hat regelmäßig unterschiedlichste Aufwände und entsprechende Kosten zur Folge.

## 2. Hintergrund

### 2.1 Definition von KMU

In der Literatur findet sich eine Vielzahl verschiedener KMU-Definitionen. Eine Abgrenzung gegenüber Großunternehmen kann nach quantitativen Kriterien, nach qualitativen sowie nach einer Kombination beider Kriterien erfolgen. Die am häufigsten genannten quantitativen Merkmale sind Anzahl der Mitarbeiter, Umsatz und Bilanzsumme. Als mittelständisch gelten demnach solche Unternehmen, die bestimmte Größenschwellen nicht überschreiten. Die Definition im Rahmen dieses Beitrags orientiert sich am Institut für Mittelstandsforschung Bonn, welches für KMU eine Mitarbeiteranzahl von 1 bis 499 und eine Umsatzhöhe von bis zu 50 Mio. Euro zugrunde legt<sup>3</sup>.

Für die qualitative Unterscheidung von KMU gegenüber Großunternehmen kann nach Mugler ein Merkmalskatalog verwendet werden<sup>4</sup>. Innerhalb eines solchen Katalogs werden spezifische Merkmalsausprägungen zusammengetragen, die es ermöglichen, KMU gegenüber Großunternehmen abzugrenzen. Ein Unternehmen kann dann als KMU identifiziert werden, wenn eine bestimmte Menge von KMU-typischen Merkmalen auf das betrachtete Unternehmen zutrifft. Abbildung 1 stellt wesentliche Unterscheidungsmerkmale dar.

\* Autorenkontakt: t.hackspiel@walterfries.de.

Thorsten Hackspiel ist Senior Berater bei der auf M&A-Transaktionen und Unternehmensfinanzierungen spezialisierten Walter Fries Unternehmensberatung | Mergers & Acquisitions in Aschaffenburg. Darüber hinaus ist Herr Hackspiel Dozent für Mergers & Acquisitions an der Hochschule Aschaffenburg.

1 In Deutschland existierten im Jahr 2007 ca. 3,1 Mio. Unternehmen, von denen 99,7% auf Basis rein quantitativer Kriterien als KMU gekennzeichnet werden können. Quelle: Statistisches Bundesamt 2007.  
2 Das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn schätzt, dass jährlich 70.000 Unternehmen übergabereif sind. Quelle: www.ifm-bonn.org.  
3 Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn, www.ifm-bonn.org.  
4 Vgl. Mugler, Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 3. Aufl. 1998, S. 19.

**Abb. 1 | Abgrenzung KMU von Großunternehmen**

Quelle: Eigene Darstellung

	KMU	Großunternehmen
<b>Unternehmensführung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Eigentümer/Unternehmer</li> <li>▪ Eingeschränkte Kenntnisse in Unternehmensführung</li> <li>▪ Know-how oftmals technisch orientiert</li> <li>▪ Unmittelbare Teilnahme am operativen Geschäft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Manager</li> <li>▪ Fundierte Kenntnisse in Unternehmensführung</li> <li>▪ Meist ausgeprägtes kaufmännisches Know-how; weiteres Wissen in entsprechenden Stäben vorhanden</li> <li>▪ Infolge Wahrnehmung von strategischen Aufgaben kaum operative Tätigkeiten</li> </ul>
<b>Strategie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leitbilder und Visionen kaum vorhanden</li> <li>▪ Kurzfristiges Handeln</li> <li>▪ Spontanität, Flexibilität und Improvisation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Festlegung von Leitbildern und Visionen</li> <li>▪ Meist langfristig orientiertes Handeln</li> <li>▪ Ausgiebige Strategieanalysen</li> </ul>
<b>Produktion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Geringe Arbeitsteilung</li> <li>▪ Arbeitsintensiv</li> <li>▪ Geringe Kostendegression mit steigender Ausbringungsmenge</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hohe Arbeitsteilung</li> <li>▪ Kapitalintensiv</li> <li>▪ Starke Kostendegression bei steigender Ausbringungsmenge</li> </ul>
<b>Finanzierung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kaum Zugang zu den Kapitalmärkten</li> <li>▪ Unternehmensindividuelle, staatliche Unterstützung in Krisensituationen wahrscheinlich</li> <li>▪ Innenfinanzierung steht im Vordergrund</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Durch Zugang zum Kapitalmarkt deutlich mehr Finanzierungsmöglichkeiten</li> <li>▪ Keine unternehmensindividuelle und staatliche Unterstützung in Krisensituationen</li> <li>▪ Außenfinanzierung wird priorisiert</li> </ul>
<b>Personal</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Breites Fachwissen vorhanden</li> <li>▪ Beschäftigung von nur wenigen Akademikern</li> <li>▪ Geringer Anteil ungelernter Arbeiter</li> <li>▪ Vergleichsweise hohe Arbeitszufriedenheit und Identifikation mit dem Unternehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Meist ausgeprägtes Spezialwissen</li> <li>▪ Beschäftigung von Akademikern in hohem Maß</li> <li>▪ Oftmals ungelernete Arbeiter</li> <li>▪ Geringe Arbeitszufriedenheit und geringe Unternehmensidentifikation</li> </ul>
<b>Organisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Auf den Unternehmer ausgerichtete Einliniensystem</li> <li>▪ Funktionshäufung</li> <li>▪ Kaum Abteilungsbildung</li> <li>▪ Kurze direkte Informationswege</li> <li>▪ Geringer Formalisierungsgrad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Personenunabhängige und komplexe Organisationsstruktur</li> <li>▪ Arbeitsteilung</li> <li>▪ Abteilungsbildungen</li> <li>▪ Vorgeschriebene Informationswege</li> <li>▪ Hoher Formalisierungsgrad</li> </ul>

## 2.2 Kurzbeschreibung Bewertungsverfahren

Basis der folgenden Annahmen ist trotz der Kritik aus der Praxis<sup>5</sup> das Discounted Cashflow-Verfahren (DCF), im Speziellen der Entity-Ansatz (Bruttokapitalisierung). Bei diesem Verfahren wird in einem ersten Schritt der Unternehmensgesamtwert durch Abzinsung der erwarteten Free Cashflows des zu bewertenden Unternehmens bestimmt. Der Unternehmensgesamtwert ist dabei unabhängig von der Finanzierungsstruktur und repräsentiert sowohl die Ansprüche der Eigenkapitalgeber als auch die der Fremdkapitalgeber. Um den Marktwert des Eigenkapitals – den eigentlichen Unternehmenswert – zu ermitteln, wird der Unternehmensgesamtwert in einem zweiten Schritt um den Marktwert des Fremdkapitals vermindert. Gängige Variante der Bruttokapitalisierung ist der Ansatz der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC). Die folgenden Ausführungen lassen sich allerdings auch auf die Logik anderer zukunftsorientierter Bewertungsverfahren transferieren.

## 3. Ablauf der Unternehmensbewertung

Für eine praxismgerechte Unternehmensbewertung von KMU stellt das DCF-Verfahren eine sinnvolle Grundlage dar. Allerdings ist es dabei erforderlich, regelmäßig unternehmensspezifische Besonderheiten und Problemfelder näher zu beleuchten. Nachfolgend wird der Ablauf des DCF-Verfahrens anhand KMU-typischer Merkmale näher beschrieben (vgl. auch Abb. 2).

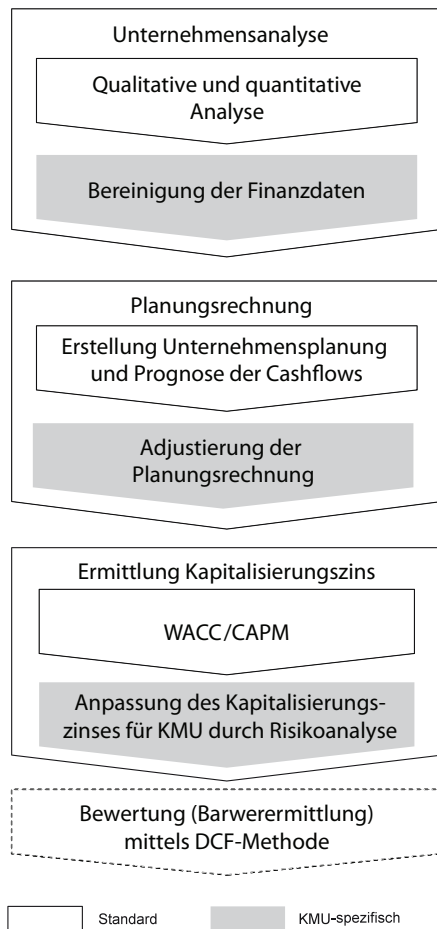
### 3.1 Unternehmensanalyse und Bereinigung der Finanzdaten

Die Basis einer Unternehmensbewertung bei KMU ist analog zu Großunternehmen regelmäßig die Unternehmensanalyse. Während sich die Analyse bei Großunter-

<sup>5</sup> Vgl. Helbling, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2005 RN 841.

**Abb. 2 | Schritte der Bewertung von KMU**

Quelle: Eigene Darstellung



nehmen meist auf quantitative Kennzahlen reduziert, gilt es bei KMU insbesondere auch qualitative Aspekte zu beachten. Die Analyse dient hierbei der Identifikation von Wertpotenzialen, Chancen und Risiken, womit ein grundlegendes Verständnis im Hinblick auf das Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens erreicht werden soll. Zudem ist es wichtig, auch die Positionierung des Unternehmens innerhalb der Branche bzw. der relevanten Zielmärkte herauszuarbeiten.

**(1) Abgrenzung Bewertungsobjekt**

Zunächst ist jedoch das entsprechende Bewertungsobjekt klar abzugrenzen. Gemäß den „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“<sup>6</sup> wird der Wert eines Unternehmens als wirtschaftliche Einheit, d.h. durch Zusammenwirken aller betriebsnotwendigen Werte bestimmt. Nicht betriebliche Teile sind dagegen im Rahmen der Unternehmensbewertung getrennt zu erfassen, da letztendlich die Gesellschaft als solche zu bewerten ist<sup>7</sup>.

Häufig befinden sich bei KMU Teile des Anlagevermögens im Privatvermögen des Gesellschafters bzw. in separaten Besitzgesellschaften. Hierbei sind insbesondere Immobi-

lien und Patente zu nennen, die der Gesellschaft gegen Mietzahlung zur Nutzung überlassen werden. Darüber hinaus können sich auch Verflechtungen auf der Passivseite ergeben. Hier wird oftmals die für KMU typische schwache Eigenkapitalbasis durch die volle Haftung des Eigentümers ersetzt. In diesem Fall ist für den Bewerter in der Prognose die Berücksichtigung von Gewinnthesaurierungen und Kapitalerhöhungen für eine ausreichende Eigenkapitalbasis notwendig.

**(2) Qualitative Analyse**

Die qualitative Analyse befasst sich in erster Linie mit der subjektiven Beurteilung der konkreten Unternehmensstruktur. Dabei werden vornehmlich folgende Faktoren betrachtet:

- Unternehmensführung und personelle Abhängigkeiten,
- Kunden- und Lieferantenstruktur,
- Wettbewerbsposition,
- Unternehmensstrategie.

Insbesondere bei KMU ist das Schicksal des Unternehmens von den Fähigkeiten des Managements, wenigen Kunden und Lieferanten sowie der Marktmacht der Wettbewerber abhängig. Eine eingehende Analyse dieser qualitativen Faktoren ist daher nicht zuletzt als Basis für die Planungsrechnung zwingend zu empfehlen. Die Problematik, die mit solchen Beurteilungen verbunden ist, liegt in der mangelnden Objektivität solcher Bezugsgrößen. Obwohl gerade die zukünftige Ertragsentwicklung von solchen nicht quantifizierbaren Daten entscheidend abhängt, gibt es bis dato keine anerkannte Methode der Beurteilung qualitativer Faktoren. Deshalb spielen subjektive Einflüsse und die Erfahrung des Analytikers eine große Rolle.

**(3) Quantitative Analyse**

Die quantitative Analyse kann sich auf alle Instrumente der herkömmlichen Bilanzanalyse, bestehend aus Erfolgs- und Finanzanalyse, stützen. Der große Vorteil dieser Instrumente besteht in der Aufbereitung der Ergebnisse in Kennzahlen, deren absolute Höhe zwar meist kein Urteil zulässt, in Verbindung mit Vergangenheitswerten jedoch eine dynamische Betrachtungsweise und einen objektiven Vergleich mit anderen Unternehmen ermöglichen.

Grundlage der Analyse ist der Jahresabschluss der vergangenen drei bis fünf Jahre. Hinsichtlich des Jahres-

<sup>6</sup> Unternehmensbewertungsstandard IDW S1 des Institut der Wirtschaftsprüfer.  
<sup>7</sup> Vgl. Helbling, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2005, RN 817.

abschlusses bestimmt das HGB in Abhängigkeit der Unternehmensgröße sowohl die Pflicht zur Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer als auch die Mindestgliederungsanforderungen für Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung (GuV). Da diese Prüfungspflichten entsprechend für kleine Unternehmen i.S.d. § 316 HGB i.V.m. § 267 HGB nicht vorgesehen sind, stellen die Jahresabschlüsse für diese Unternehmensgruppe keine verlässliche Datenbasis dar. Infolgedessen besteht ein deutlich höheres Risiko von Rechnungsfehlern bzw. -manipulationen, oftmals steuerlich geprägt. Somit ergibt sich für den Bewerter die Notwendigkeit, im Rahmen der GuV eine Bereinigung um rein steuerlich motivierte Aufwendungen und Erträge vorzunehmen.

Im Rahmen der Erfolgsanalyse sollen zunächst die Umsatzerlöse nach einzelnen Geschäftssparten, Produktgruppen oder nach Kunden untersucht werden. Soweit möglich ist eine entsprechende Zuordnung der direkten Kosten zur Ermittlung der jeweiligen Deckungsbeiträge zu empfehlen. Dementsprechend ist eine Analyse sämtlicher fixen Kosten vorzunehmen.

Darüber hinaus sollten auch die Bilanzpositionen näher beleuchtet werden. Hier sind als wesentliche Positionen auf der Aktivseite die immateriellen Vermögensgegenstände sowie die Existenz von stillen Reserven zu überprüfen. Viele KMU verfügen darüber hinaus über erhöhte Working Capital-Positionen, die i.d.R. auf erhöhte Vorratshaltung und ein vernachlässigtes Debitoren- und Kreditorenmanagement zurückzuführen sind.

Am Ende der Unternehmensanalyse sollten regelmäßig ein aufbereitetes Zahlenwerk sowie ein umfassendes Verständnis für das Gesamtunternehmen stehen, welches sowohl als sinnvolle Planungsgrundlage dienen kann als auch Ansatzpunkte zur Wertoptimierung liefert<sup>8</sup>.

### 3.2 Unternehmensplanung als Grundlage der zukunftsorientierten Bewertungsverfahren

#### (1) Hintergrund

Wie bereits erläutert stellt die Unternehmensplanung die Grundlage des in der internationalen Bewertungspraxis gängigen DCF-Verfahrens dar. Die Vergangenheitswerte sind diesbezüglich lediglich eine Vergleichs- bzw. Ausgangsbasis. Im Rahmen der Planung werden die einzelnen Ertrags- und Aufwandskomponenten hinsichtlich ihrer denkbaren Entwicklung und der mit ihnen verbundenen Chancen und Risiken untersucht. Die Unternehmensplanung geht in der Regel von einer nicht begrenzten Lebensdauer der zu bewertenden Einheit aus. Da sich eine unbegrenzte Dauer niemals genau planen lässt, wird in der Praxis zwischen zwei Planungsphasen (Zweiphasen-

modell) zur Ermittlung der bewertungsrelevanten Cashflows unterschieden<sup>9</sup>:

- *Detailplanungsphase*: Planungszeitraum drei bis fünf Jahre. Erstellung einer möglichst detaillierten Planung der Entwicklung der Gesellschaft, d.h. für jedes Jahr werden individuelle Prognosen erstellt, indem die zahlreichen Einflussgrößen meist einzeln ermittelt werden.
- *Fortführungsphase*: Diese Phase wird von den langfristigen Annahmen über die durchschnittliche Erfolgsentwicklung des Unternehmens bestimmt und mündet meist in die ewige Fortschreibung der Detailplanung der ersten Phase.

#### (2) Umsatz- und Kostenplanung

Aus den Beobachtungen des Verfassers verzichten KMU überwiegend auf vollständige Unternehmensplanungen. Während eine rudimentäre Planung der Umsätze sowie der Aufwendungen für einen kurzfristigen Zeitraum von ein bis drei Jahren bei der Mehrzahl vorliegt, existiert eine Planung der Bilanz sowie der Cashflows nur in den wenigsten Fällen. Auch zum Umsatz liegen Planungen oftmals nur in vereinfachter Form vor, d.h. die Planung liefert nur wenige Informationen über die Umsatzstruktur, die der Eigentümer meist nur in seinen Gedanken gespeichert hat. Für den Bewerter gilt es in diesen Fällen, das Wissen des Unternehmens transparent und in Zahlen greifbar zu machen und im Rahmen verschiedener Planungsszenarien zu plausibilisieren.

Weitere extern geprägte Größen stellen der Materialaufwand und die Entwicklung der bezogenen Leistungen dar. Kritisch zu hinterfragende Themenkomplexe bei KMU sind bei diesen Größen die Preisentwicklung auf den Beschaffungsmärkten sowie die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten. Aufgrund der vergleichsweise geringen Marktmacht von KMU korreliert die Entwicklung dieser variablen Aufwendungen sehr stark mit der allgemeinen Marktentwicklung<sup>10</sup>. Im Hinblick auf die sonstigen Aufwendungen sind regelmäßig bestimmte Positionen zu beleuchten. So können die geplanten Umsatzausweitungen meist nur mit Mehraufwendungen, wie z.B. Einstellung von weiterem Personal, Anmietung von neuen Immobilien, Leasing von Anlagegütern etc., vollzogen werden<sup>11</sup>.

Typisch für KMU sind diesbezüglich auch verdeckte Leistungen an Gesellschafter, die in der Planung kor-

8 Vgl. Keller/Hohmann, in: Richter/Timmreck, Unternehmensbewertung, 2004, S. 200.

9 Vgl. Peemöller, in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2005, RN 229.

10 Vgl. Keller/Hohmann, in: Richter/Timmreck, Unternehmensbewertung, 2004, S. 202.

11 Vgl. Pratt/Reilly/Schweih, Valuing Small Businesses and Professional Practises, 2. Aufl. 1993, S. 71 ff.

rigiert werden sollten. Dies sind i.d.R. Positionen wie z.B. Löhne und Gehälter, Mieten, Kfz-Kosten, Vertriebskosten und Beratungskosten, die durch den Bewerter in ihrer Höhe und Angemessenheit kritisch zu hinterfragen sind. Hinsichtlich des Unternehmerlohns gilt es zu differenzieren, ob es sich um ein Einzelunternehmen bzw. eine Personengesellschaft oder um eine Kapitalgesellschaft handelt. Um eine Äquivalenz zwischen Unternehmenstransaktion und Kapitalanlage, die keinen Arbeitseinsatz erfordert, herzustellen, ist bei Personengesellschaften sowie Einzelunternehmen ein kalkulatorischer Unternehmerlohn inklusive der damit verbundenen Sozialleistungen anzusetzen. Bei Kapitalgesellschaften ist ferner der gezahlte Lohn des Unternehmers inklusive der bislang erhaltenen Nebenleistungen (z.B. private Nutzung eines Dienstwagens, einer Dienstwohnung etc.) kritisch zu betrachten und ggf. auf ein Normalmaß zu korrigieren.

Abschließend sind die Planung des Finanzergebnisses sowie der Steuern durchzuführen. Insbesondere bei Personengesellschaften ist die Unternehmenssteuerbelastung aufgrund der fehlenden Körperschaftsteuer verhältnismäßig niedrig, so dass in Abhängigkeit der zukünftigen Gesellschaftsform eine Anpassung der Unternehmenssteuern erforderlich ist.

### (3) Erstellung Planbilanz

Analog zur Unternehmensanalyse sollte neben der GuV auch die Planbilanz durchleuchtet respektive erstellt werden, um folgende, wesentliche bewertungsrelevante Kennzahlen zu ermitteln:

- Investitionen,
- Abschreibungen,
- Working Capital,
- Rückstellungen.

Die Abschreibungen und Investitionen werden i.d.R. auf der Grundlage der vergangenen Jahre geplant. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die für KMU typischen langen Investitionsintervalle und die damit verbundenen, verhältnismäßig stark schwankenden Abschreibungen in der Zukunft gleichmäßig verteilt werden müssen.

Das Working Capital stellt den Überschuss der kurzfristig (innerhalb eines Jahres) liquidierbaren Aktiva (Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Forderungen) eines Unternehmens über die kurzfristigen Passiva (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstige Verbindlichkeiten) dar. Typisch für KMU sind dabei hohe Vorratsbestände, nachgiebiges Forderungsmanagement und hohe kurzfristige Verbindlichkeiten. Hier gilt es für den Bewer-

ter eventuelle Optimierungsmöglichkeiten in der Planung zu berücksichtigen.

In Bezug auf die Rückstellungen besitzen Steuer-, Gewährleistungs- und personalbezogene Rückstellungen hohe Relevanz. Eine Fortschreibung der historischen Entwicklung ist zu empfehlen, soweit das Geschäftsmodell nicht von besonderem Wachstum geprägt ist. Persönliche Ertragssteuern der Unternehmenseigner und Überschüsse aus nicht betriebsnotwendigen Vermögen sind zur Bestimmung der Zukunftserfolge ebenso zu beachten.

Abschließend ist die Planung im Rahmen einer Kapitalflussrechnung auf ihre Finanzierbarkeit zu überprüfen. Da der Zugang für KMU zu den Außenfinanzierungsquellen gegenüber Großunternehmen oftmals eingeschränkt ist, stellt es sich meist als zweckmäßig heraus, einen komfortablen Liquiditätspuffer vorzusehen.

### 3.3 Ermittlung des Kapitalisierungszinses

Hat man auf Grundlage der Zukunftsplanung die jährlichen finanziellen Überschüsse – in Abhängigkeit der Bewertungsmethode – ermittelt, sind diese auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Der meist verbreitete Verfahrenstyp zur Ermittlung des Diskontierungszinses sind die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, kurz: WACC), die den marktgewichteten Durchschnittskosten von Fremd- und Eigenkapital entsprechen.

$$K_{WACC} = r_{EK} \frac{EK}{GK} + r_{FK} \frac{FK}{GK}$$

mit

$r_{EK}$ : Erwartungswert der Rendite der Kapitalanlage

$EK$ : Marktwert des Eigenkapitals

$GK$ : Marktwert des Gesamtkapitals

$r_{FK}$ : Risikoäquivalente Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

$FK$ : Marktwert des Fremdkapitals

Ökonomisch verbirgt sich im Kapitalisierungszins die Rendite der bestmöglichen Handlungsalternative des Eigentümers<sup>12</sup>. Um die Erträge hinsichtlich Laufzeit, Arbeitseinsatz, Unsicherheit, Verfügbarkeit und Kaufkraft vergleichbar zu machen, muss der Basiszins durch Zu- oder Abschläge angepasst werden<sup>13</sup>. Die Ableitung erfolgt dabei idealerweise aus der Kapitalmarkttheorie (Capital Asset Pricing Model, kurz: CAPM).

$$r_{EK} = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

12 Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 2004, S. 14.

13 Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 1991, S. 155 f.

mit

- $r_{EK}$ : Erwartungswert der Rendite der Kapitalanlage
- $r_f$ : Risikoloser Zinssatz
- $r_m$ : Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios
- $\beta$ : Betafaktor des zugrunde liegenden Unternehmens<sup>14</sup>

Der Betafaktor gibt das systematische Risiko an. Die Parameter lassen sich als Anhaltspunkte für zukünftige Schätzungen grundsätzlich historisch am Kapitalmarkt messen und prinzipiell auch auf nichtbörsennotierte KMU übertragen. Der Rückgriff auf Marktdaten hat den Vorteil, keine Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Erträge und Risikoneigungen der Entscheider schätzen zu müssen.

Die Berechnung und Festlegung der Marktrisikoprämie und des risikofreien Zinses weicht bei der Bewertung von KMU grundsätzlich nicht vom generellen Vorgehen und von der allgemeinen Praxis ab. Risikozuschläge sind allerdings aufgrund der qualitativen Besonderheiten von KMU zu vertreten<sup>15</sup>. Die Höhe der Risikoaufschläge auf das Eigenkapital ist jedoch i.d.R. vom subjektiven Empfinden des Bewerter abhängig. Eine entsprechende Quantifizierung wurde in der Literatur bisher nur hinsichtlich der Personenabhängigkeit sowie der Fungibilität der Anteile behandelt.

## 4. Bewertungsrelevante Besonderheiten bei KMU

### 4.1 Berücksichtigung der Personenabhängigkeit

Der Unternehmenserfolg ist oftmals in hohem Maß vom Unternehmer abhängig<sup>16</sup>. Daher sollte der jeweilige Einfluss des bisherigen Unternehmers ausreichend berücksichtigt werden. Dies erfordert eine genaue Analyse des Einflusses des Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und daraus resultierend die Vornahme von Zu- bzw. Abschlägen. In der Praxis werden für eine zu hohe Abhängigkeit des Unternehmers stark wertmindernde Abschläge vorgenommen, meist allerdings pauschaler Natur. So sieht das Stuttgarter Verfahren gemäß R 99 ErbStR einen Abschlag von bis zu 30% bei Gesellschaften vor, die „nicht kapitalintensiv sind und praktisch vollständig von der persönlichen Tätigkeit des Gesellschafter-Geschäftsführers abhängen.“<sup>17</sup> In der US-amerikanischen Bewertungspraxis werden analog der Erbschaftssteuerrichtlinie „Key Person Discounts“, d.h. Abschläge infolge einer hohen Personenabhängigkeit berücksichtigt. Die „Discounts“ liegen gemäß der Steuerrechtsprechung innerhalb einer Bandbreite von 10% bis 35%<sup>18</sup>.

Andere Analysen zu den Auswirkungen des Personenbezugs auf künftige Zahlungsströme zeigen, dass personenabhängige Unternehmen grundsätzlich nicht fortbestehen

können, wenn die Schlüsselperson das Unternehmen verlässt. Das Unternehmen ist somit nicht überlebensfähig und folglich mit seinem Liquidationswert anzusetzen<sup>19</sup>. Verbleibt hingegen die Schlüsselperson im Unternehmen, so kann der Unternehmenswert auf Grundlage des zukünftigen Zahlungsstroms unter der Annahme des Übergangs der Qualifikationen und Kompetenzen auf einen Nachfolger als Zukunftserfolgswert ermittelt werden<sup>20</sup>.

Allerdings bleibt kritisch festzuhalten, dass sich eine Wertminderung durch die Personenabhängigkeit einer schematischen quantitativen Behandlung entzieht. Dies gilt sowohl für die beiden angesprochenen Bewertungspraktiken als auch für weitere in der Praxis auftretende Pauschalannahmen. Das Risiko, das folglich aus der Unternehmerabhängigkeit resultiert, ist der Verlust der Schlüsselperson. Da dieses Ereignis sowohl mit als auch ohne eine Übergaberegulierung jederzeit eintreten kann, sind Unternehmen mit einem hohen Personenbezug grundsätzlich mit einem weit aus höheren Risikozuschlag bzw. Bewertungsabschlag zu belegen als vergleichbare personendiversifizierte Unternehmen.

### 4.2 Berücksichtigung der Fungibilität

Fungibilität wird „als die Fähigkeit verstanden, das Eigentumsrecht an einem (Anteil an einem) Unternehmen schnell, sicher und ohne hohe Kosten durch Geld substituieren zu können.“<sup>21</sup> Fungibilitätszuschläge<sup>22</sup> zum Zinsfuß bzw. Abschläge von einem Basisunternehmenswert sollen die gegenüber einer Staatsanleihe erschwerte Veräußerbarkeit von Unternehmen oder Unternehmensanteilen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes abgelenken. Die geringere Fungibilität von Unternehmensanteilen ist dadurch zu erklären, dass sich Verkaufsprozesse über einen langen Zeitraum erstrecken können und i.d.R. mit nicht vernachlässigbaren Kosten verbunden sind. Während das Risiko der Illiquidität bei börsennotierten Unternehmensanteilen in der Literatur nur selten gesehen wird, sind Anteile an Einzelunternehmen, Personengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung regelmäßig davon betroffen.

14 Bzw. Vergleichsunternehmen respektive Peer Group für nicht börsennotierte Unternehmen  
 15 Vgl. Kratz/Wangler, Unternehmensbewertung bei nicht kapitalorientierten Unternehmen, Finanzbetrieb 2005, S. 171.  
 16 IDW in „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“.  
 17 R 99 ErbStR 2003, Ermittlung des Ertragshundertsatzes.  
 18 Vgl. Pratt, Business Valuation Discounts and Premiums, 2001, Abschnitt 13.  
 19 Vgl. Benson/Pistorius, Der Personenbezug in der Unternehmensbewertung, Kleine und mittlere Unternehmen in Umbruchsituationen 2005, S. 188.  
 20 Vgl. Behringer, Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Aufl. 2002, S. 171 ff.  
 21 Vgl. Barthel, Berücksichtigungsfähigkeit und Ableitung von Fungibilitätszuschlägen, DB 2003, S. 1181.  
 22 Synonym hierzu sind die Begriffe Liquiditätszuschlag und Mobilitätszuschlag zu verwenden.

In Deutschland beschäftigt sich die Literatur nur in sehr geringem Maße mit der Ermittlung von Fungibilitätszuschlägen. Während Schmalenbach einen Zuschlag für Immobilität (Illiquidität) i.H.v. 50% auf den Basiszinsfuß vorschlägt<sup>23</sup>, finden sich in der neueren Literatur Empfehlungen für Fungibilitätszuschläge i.H.v. 1%- bis 3%-Punkten auf den Zinsfuß<sup>24</sup>. Andere schlagen dagegen einen Aufschlag auf das systematische Risiko vor. Der Betafaktor sollte dementsprechend eine Erhöhung um 0,1 bis 0,5, abhängig von der Unternehmensgröße aufweisen<sup>25</sup>.

Weit größere empirische Auswertungen bieten US-amerikanische Studien. Hier ermitteln beispielsweise die „Restricted Stock Studies“ Fungibilitätszuschläge aus den Wertunterschieden zwischen gehandelten Stammaktien und sog. Restricted Stocks, d.h. für einen bestimmten Zeitraum nicht öffentlich gehandelte Aktien derselben Aktiengesellschaft. Die Ergebnisse führen dabei zu durchschnittlichen Illiquiditätsabschlägen i.H.v. 35%. Darüber hinaus wurden Studien von Robert W. Baird & Company durchgeführt, die von 1981 bis 1997 310 Transaktionen untersuchten und einen durchschnittlichen Risikoaufschlag in Form des Median i.H.v. 43% ermitteln konnten<sup>26</sup>.

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass weder im Rahmen der US-amerikanischen Empirie noch innerhalb der sparsamen Erkenntnisse in Deutschland jeglicher Konsens besteht. Auf Basis der Studien bzw. Erklärungsansätze scheint ein Fungibilitätszuschlag auf den Basiszins, jeweils abhängig von der aktuellen Marktsituation (d.h. eher Käufer- oder eher Verkäufermarkt) i.H.v. 20% bis 43% berechtigt zu sein.

### 4.3 Weitere Modifikationen des Diskontierungszinses

Neben den in den Abschnitten 4.1 und 4.2 genannten Merkmalen zur Adjustierung des Basiszinssatzes gilt es, die Notwendigkeit weiterer Modifikationen zu untersuchen.

**Abb. 3 | Modifikationen und Risikozuschläge bei der Bewertung von KMU**

Quelle: Eigene Darstellung

Modifikation	Argumentation	Risikozuschlag	
		von	bis
Fungibilitätszuschlag	(Nichtbörsennotierte) Unternehmensanteile sind im Gegensatz zu börsenfähigen Staatsanleihen einer erschwerten Veräußerbarkeit unterlegen. Die Höhe ist abhängig von der aktuellen Ausprägung der Marktsituation (Käufer-/ Verkäufermarkt).	20%	43%
Zuschlag durch Personenabhängigkeit	Ein hoher Grad an unternehmerischer Mitbestimmung kann zu zusätzlichen Risiken führen, insbesondere dann, wenn keine funktionierende zweite Führungsebene existiert.	15%	45%
Zuschlag für Kundenportfoliorisiken	Ein stark diversifiziertes Kundenportfolio führt zu geringen Risikoaufschlägen. Dagegen sind bei einem kleinen Kundenstamm und wenigen Kunden mit hohem Umsatzanteil deutlich höhere Aufschläge vorzunehmen (ABC-Analyse).	10%	18%
Zuschlag für Risiken in der Lieferantenstruktur	Geringe Abhängigkeiten von Lieferanten im Zuge einer breiten Lieferantenauswahl führen zu marginalen Risikoaufschlägen. Die Lieferantenstruktur ist im Rahmen einer ABC-Analyse zu untersuchen.	4%	8%
Zuschlag für Wettbewerbsrisiken	Kleine Unternehmen in reifen Branchen mit großem Wettbewerbsdruck und geringem Branchenwachstum sind mit einem hohen zusätzlichen Risikoaufschlag zu bewerten.	5%	14%
Zuschlag für fehlende Unternehmensstrategie	Unternehmen mit kurzfristiger Ausrichtung sind i.d.R. weniger erfolgreich. Eine Vielzahl mittelständischer Unternehmer lebt aus „dem Bauch heraus“. Eine Strategie und langfristige Unternehmensziele sind oftmals nicht vorhanden. Ein Nachfolger beginnt daher bei Null bzw. unter erschwerten Bedingungen.	7%	14%

chen. Hierbei handelt es sich um Zu- oder Abschläge, die den spezifischen Merkmalen eines KMU im Gegensatz zu einer quasisicheren Alternativenanlage Rechnung tragen sollen. Dabei lassen sich auf Basis verschiedener Kategorien Aufschläge auf die Eigenkapitalkosten erheben, wodurch das jeweils zu bewertende Unternehmen eine Wertminderung erfährt. Abbildung 3 zeigt einen exemplarischen Ansatz, der im Rahmen der KMU-Bewertung angewandt werden kann.

Somit liegt nach der Untersuchung aller bewertungsrelevanten Faktoren der Risikoaufschlag auf die auf CAPM-Basis errechneten Eigenkapitalkosten in einer Spanne von

23 Vgl. Münstermann, Wert und Bewertung einer Unternehmung, 3. Aufl. 1970, S. 77.  
 24 Vgl. Fischer, in: Hölter, Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 4. Aufl. 1996, S. 118.  
 25 Vgl. Keller/Hohmann, in: Richter/Timmreck, Unternehmensbewertung, 2004, S. 207.  
 26 Vgl. Pratt/Reilly/Schweiss, Valuing a Business, 4. Aufl. 2000, S. 391-423.

61% bis maximal 142%. Bei vorliegender Existenz aller Risiken – in der Praxis sehr selten vorkommend – sollte jedoch eingehend untersucht werden, ob das Unternehmen auch nach einem möglichen Verkauf überlebensfähig ist, anderenfalls ist es mit dem Liquidationenswert zu bewerten.

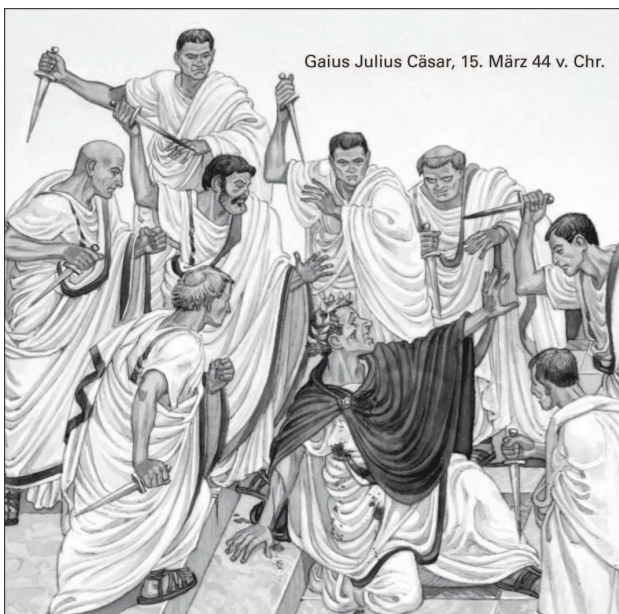
Von besonderer Bedeutung sind im Rahmen der Risikoanalyse die erschwerte Veräußerbarkeit der Unternehmensanteile, die Abhängigkeit gegenüber dem Unternehmer sowie Risiken im Kundenportfolio. Die Übersicht zu den Risikofaktoren soll trotz der vergleichsweise pragmatischen Vorgehensweise dazu dienen, die Bewertung nach einer klaren und stringenten Struktur durchführen zu können, subjektive Einflüsse des Bewerter zu minimieren und das Verständnis für die Vornahme entsprechender Risikoaufschläge zu unterstützen.

## 5. Zusammenfassung

Trotz der immensen volkswirtschaftlichen Bedeutung von kleinen und mittleren Unternehmen findet diese Unternehmensart in der Lehre der Unternehmensbewertung nur eine geringe Beachtung. Die in den kommenden Jahren erwartete, weiter ansteigende Zahl von Nachfolgeregelungen bei KMU zeigt zudem die Notwendigkeit von nachvollziehbaren und standardisierten Bewertungsverfahren für diese Unternehmensgruppe.

Nach einer kurzen Darstellung der KMU-typischen Merkmale sowie des für diese Arbeit zugrunde liegenden DCF-Verfahrens mündet der Artikel in einer Betrachtung des Bewertungsprozesses von KMU. Hierbei zeigt sich, dass sich die methodische Herangehensweise zwar nicht grundsätzlich von der Herangehensweise bei der Bewertung größerer Unternehmen unterscheidet, aber eine Reihe von Modifikationen der einzelnen Bewertungsschritte Analyse, Planung und Ermittlung des Kapitalisierungszinses vorzunehmen ist. Kernprobleme des Verfahrens sind die Unternehmensplanung sowie die Ermittlung eines adäquaten Kapitalisierungszinssatzes. Neben den harten Kriterien wie Umsatz, Ergebnis, Cashflow und Eigenkapital spielen vermehrt weiche Faktoren eine wesentliche Rolle. Hierfür wurden neben den für alle nichtbörsennotierten Unternehmen vorhandenen Fungibilitätsrisiken auch Personen-, Kunden- und Lieferantenabhängigkeiten identifiziert. Auch hoher Wettbewerbsdruck sowie eine fehlende Unternehmensstrategie haben entsprechende Risikoaufschläge zur Folge.

Auch wenn eine exakte Quantifizierung der Risiken die Grenzen des Bewerter häufig überschreiten wird, sollen die genannten Empfehlungen dazu dienen, die Werteinschätzung gemäß einer klaren Struktur stringent durchführen zu können. Gleichzeitig soll ein mittelständischer Unternehmensverkäufer dahingehend sensibilisiert werden, dass die eigene Werteinschätzung aus genannten Gründen oftmals nicht mit der Ansicht neutraler Marktteilnehmer übereinstimmt. ■



## Wer führt, braucht PERSONAL. Um Berater richtig einzuschätzen.

Führungspersönlichkeiten nutzen PERSONAL.

**PERSONAL – Das Wissen für die strategische Entscheidungsfindung.**  
Innovationen im Personalwesen / Personalführung / Personalentwicklung / Personal Online / Personalmanagement / Arbeitsrecht.

**Monatlich. Aktuell. Praxisnah. Fundiert.**

Weil Personalentscheidungen Qualität brauchen.

Probeheft:

**Bestell-Hotline:** 08 00 - 0 00 16 37

**Bestellung über Fax:** 08 00 - 0 00 29 59

**E-Mail:** [personal.leserservice@fachverlag.de](mailto:personal.leserservice@fachverlag.de)

**Internet:** [www.PERSONALim-Web.de](http://www.PERSONALim-Web.de)



**FACHVERLAG**  
Verlagsgruppe Handelsblatt