



Frank Richter / Christian Timmreck (Hrsg.)

Unternehmens- bewertung

Moderne Instrumente
und Lösungsansätze

SCHÄFFER
POESCHEL

Vorwort

Die Diskussion über die „richtige“ Vorgehensweise bei der Bewertung von Unternehmen hat in den vergangenen Jahren breiten Raum in der wirtschaftswissenschaftlichen und managementorientierten Literatur eingenommen. Sei es der Shareholder-Value-Ansatz, die Kaufpreisermittlung im Rahmen von M&A-Transaktionen oder die aktuellen Änderungen in Bezug auf Rechnungslegungsvorschriften, die Anlässe für eine Unternehmensbewertung in der Praxis sind vielfältig.

Bisher haben sich allerdings parallele Welten entwickelt: Die eher als kompliziert wahrgenommene Theoriediskussion steht einer an den verfügbaren Informationen orientierten Praxis gegenüber. Dies gilt beispielsweise für die Debatte um die durchschnittlichen Kapitalkosten (oder Weighted Average Cost of Capital). Bereits in der ersten Auflage von Copeland/Koller/Murrin, einem Standardwerk der praxisorientierten Bewertung, wird das Problem nicht-konstanter Verschuldungsgrade behandelt und einer pragmatischen Lösung zugeführt. Die wissenschaftliche Begründung für diese Lösung erschließt sich dem Leser aber oft erst nach einem Grundlagenkurs in Stochastik. Eine fehlende Möglichkeit, den wissenschaftlichen Diskurs nachvollziehen zu können, führt zu Verunsicherung, für die jedoch im vorliegenden Beispiel keinerlei Veranlassung besteht. Auch vor diesem Hintergrund haben wir für das vorliegende Buchprojekt Praktiker und Wissenschaftler zusammen gebracht, um ihre jeweiligen Lösungsansätze für Anwendungsprobleme der aus ihrer Sicht relevanten Unternehmensbewertungsmethoden vorzustellen.

Ziel des Buches ist es, neben den Standardmethoden auch Detailfragen zu behandeln, die aufgrund ihrer Bedeutung für die praktische Anwendung nicht zu vernachlässigen sind. Beispielhaft hierfür ist die Bestimmung von Kapitalkosten, die im Rahmen der Discounted Cash Flow Methode neben der Prognose von bewertungsrelevanten Cash Flows zu den Hauptaufgaben zählt.

Besonderheiten, die sich z.B. bei der Bewertung von Banken oder Versicherungen aufgrund von Branchenspezifika ergeben, werden ebenfalls thematisiert und um aktuelle Sonderaspekte ergänzt. Die Beiträge umfassen den Einfluss von Steuern bei der Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte ebenso wie die Vorgehensweise beim Goodwill Impairment nach IAS bzw. US-GAAP.

Neben der Discounted Cash Flow Methode, die derzeit wohl dem State-of-the-Art der modernen Unternehmensbewertung entspricht, wird auch auf innovative Ansätze, wie die Bewertung mit Fundamentalmultiples, den Einsatz stochastischer Modelle und den Realoptionsansatz eingegangen.

Das Buch richtet sich primär an Anwender, die mit dem Thema Unternehmensbewertung konfrontiert werden. Dazu zählen Industrievertreter aus den Bereichen Unternehmensplanung, Controlling und Rechnungslegung ebenso wie Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer, Banker und Juristen. Außerdem kann es für Studierende im Hauptstudium mit Schwerpunkt Finanzierung als Literaturquelle und Nachschlagewerk dienen.

An dieser Stelle danken wir nochmals allen Autoren, die trotz knapper zeitlicher Ressourcen ihre praktischen und wissenschaftlichen Erkenntnisse in Worte gefasst haben. Für die gute Zusammenarbeit bedanken wir uns bei Herrn Volker Dabelstein und Frau Claudia Dreiseitel vom Schäffer-Poeschel Verlag.

Witten, im Februar 2004

Frank Richter
Christian Timmreck

Inhaltsübersicht

Vorwort..... V

A. Discounted Cash Flow

- I. Die DCF-Methode im Überblick
Bernd Bätzner, Christian Timmreck.....3
- II. Prognose der bewertungsrelevanten Cash Flows
Holger Nieswandt, Daniel Seibert.....21
- III. Behandlung von negativen Cash Flows und Verlustvorträgen
Dr. Ulrich Moser (unter Mitarbeit von Alexander Granget).....41
- IV. Bestimmung der Eigenkapitalkosten
Christian Timmreck.....61
- V. Der Einfluss von Basel II auf die Unternehmensbewertung
Ulrich Breitenbücher, Dr. Dr. Dietmar Ernst.....77
- VI. Konsistente Ermittlung des Fortführungswertes bei nominellem Wachstum
Dr. Christian Aders, Dr. Jakob Schröder99

B. Branchenspezifika und deren Bedeutung

- I. Besonderheiten der Unternehmensbewertung von Banken
Dr. Thorsten Koch.....119
- II. Due Diligence bei Banken
Dionysios Botsis, Sören Abendroth, Kai Ammann.....137
- III. Bewertung von Versicherungsunternehmen
WP/StB Alfred Graßl, Martin Beck.....165
- IV. Besonderheiten bei der Bewertung von KMU
Michael Keller, Bruno Hohmann189
- V. Besonderheiten bei der Bewertung von Private Equity-Targets
Dr. Oliver Thum217

C. Wichtige Sonderaspekte

- | | |
|--|-----|
| I. Bewertung von Synergien bei Mergers & Acquisitions –
Das Synergy-Value-Konzept
<i>Helmut Wöginger</i> | 235 |
| II. Empirische und modelltheoretische Überlegungen zur Bestimmung von
Integrations- und Synergieerzielungskosten für die Unternehmensbewertung
bei Zusammenschlüssen
<i>Dr. Stephan A. Jansen</i> | 263 |
| III. Die Bewertung von Unternehmen und Aktien als Akquisitionswährung
in der Rechtsprechung
<i>RA Prof. Dr. Gerhard Picot</i> | 283 |
| IV. Einfluss von Steuern auf die Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte
<i>Dr. Angelika Thies, Alexander Ziegelmaier</i> | 303 |
| V. Goodwill Impairment und Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände
nach IAS & US-GAAP
<i>Thomas Ulbricht</i> | 323 |
| VI. Wertermittlung bei Immobilien
<i>Martin Beck</i> | 343 |

D. Innovative Ansätze in der Unternehmensbewertung

- | | |
|---|-----|
| I. Relativer Unternehmenswert
<i>Prof. Dr. Frank Richter</i> | 367 |
| II. Fundamentalmultiples
<i>Markus Freiburg, Christian Timmreck</i> | 381 |
| III. Realoptionen: Spezialfragen für eine praxisorientierte Anwendung
<i>Dr. Dr. Dietmar Ernst, Michael Haug, Prof. Dr. Wolfgang Schmidt</i> | 397 |
| IV. Stochastische Modelle der Unternehmensbewertung
<i>Dr. Karl Keiber</i> | 421 |
| Herausgeber und Autoren..... | 445 |

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
A. Discounted Cash Flow	1
I. Die DCF-Methode im Überblick	3
1. Einleitung.....	3
2. Konzeption.....	3
3. Der freie Cash Flow als bewertungsrelevante Größe.....	7
4. Ermittlung eines Endwertes	11
5. Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	12
6. Gewichtete Kapitalkosten.....	12
6.1. Grundlagen.....	12
6.2. Bestimmung der Fremdkapitalkosten sowie des Marktwertes des Fremdkapitals	13
6.3. Bestimmung der Eigenkapitalkosten sowie des Marktwertes des Eigenkapitals.....	15
6.4. Beurteilung.....	17
7. Numerisches Beispiel.....	18
II. Prognose der bewertungsrelevanten Cash Flows	21
1. Einleitung.....	21
2. Praxisnahe Prognose von Cash Flows.....	21
2.1. Informationsbeschaffung	22
2.2. Marktanalyse.....	23
2.3. Analyse der strategischen Position.....	25
2.4. Vergangenheitsanalyse: Basis von Planung und Prognose	25
2.4.1. Umsatzanalyse.....	25
2.4.2. Kostenanalyse.....	26
2.4.3. Besonderheiten bei M&A-Transaktionen	27
2.4.4. Kennzahlenanalyse.....	27
2.5. Gestaltung von Planung und Prognose	27
2.5.1. Detaillierung von Planung und Prognose.....	28
2.5.2. Vergangenheitsbezug in Planung und Prognose	28
2.6. Plausibilitätsprüfung.....	29

3.	Zahlenbeispiel: Die Muster AG	29
3.1.	Marktanalyse.....	30
3.2.	Analyse der strategischen Position.....	31
3.3.	Vergangenheitsanalyse (Muster AG)	31
3.4.	Planung und Prognose	33
3.4.1.	Umsatzprognose.....	33
3.4.2.	Planung der Kostenblöcke.....	33
3.4.3.	Planung des Anlagevermögens	34
3.4.4.	Planung des Nettoumlaufvermögen (NUV).....	35
3.4.5.	Steuerschätzung.....	36
3.4.6.	Berechnung des Operating Free Cash Flow.....	36
3.5.	Plausibilitätsprüfung.....	36
4.	Zusammenfassung.....	39
III.	Behandlung von negativen Cash Flows und Verlustvorträgen.....	41
1.	Einleitung.....	41
2.	Auffassungen im Schrifttum	42
3.	Negativer Cash Flow in einzelnen Perioden des Detailplanungszeitraums	42
3.1.	Ausgangsdaten der Industrie AG.....	42
3.2.	Negative Cash Flows aufgrund von Investitionen.....	44
3.2.1.	Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage negativer Cash Flow.....	44
3.2.2.	Anpassung der zugrunde liegenden Finanzierungsprämisse.....	45
3.3.	Negative Cash-flow aufgrund von negativen operativen Ergebnissen.....	48
3.3.1.	Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage negativer Cash Flow.....	48
3.3.2.	Einbeziehung von gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungssperren und handelsrechtlichen Verlustvorträgen.....	49
4.	Defizitäre Unternehmen.....	50
4.1.	Bewertung sanierungsbedürftiger Unternehmen.....	50
4.1.1.	Verlustvorträge der Vergangenheit	50
4.1.2.	Ansatz des Liquidationswertes.....	51
4.2.	Bewertung nachhaltig defizitärer Unternehmen.....	52
5.	Negative Cash Flows bei innovativen Technologieunternehmen.....	52
5.1.	Geschäftsmodell und Ausgangsdaten der Biotech AG.....	52
5.2.	Modifikation der Finanzierungsprämisse.....	54
5.3.	Anwendung differenzierter Diskontierungszinssätze als Modifikation der Finanzierungsprämisse	56
6.	Zusammenfassung und Ergebnisse der Untersuchung.....	57
IV.	Bestimmung der Eigenkapitalkosten.....	61
1.	Einleitung.....	61
2.	Eigenkapitalkostenbestimmung im CAPM.....	62
2.1.	Die Rolle des Betafaktors	62

2.2.	Ermittlung des Betafaktors für börsennotierte Unternehmen.....	63
2.3.	Ermittlung des Betafaktors für nicht börsennotierte Unternehmen.....	65
2.4.	Kritische Würdigung des CAPM.....	66
2.5.	Fazit	67
3.	Die risikoneutrale Bewertung als Alternative	67
3.1.	Cash Flows und Alternativrendite im Binomialbaum	67
3.2.	Vorgehensweise bei der risikoneutralen Bewertung	69
3.3.	Überführung in Eigenkapitalkosten.....	70
3.4.	Vereinfachung für den Fall konstanter Wachstumsraten.....	70
3.5.	Fazit	71
4.	Ein Anwendungsbeispiel.....	71
4.1.	Ausgangsdaten.....	71
4.2.	Bewertung für den Detailplanungszeitraum	72
4.3.	Bewertung für den Fortführungswert	73
4.4.	Bewertungsergebnis.....	73
4.5.	Zusammenfassung	73
5.	Fazit.....	74
V.	Der Einfluss von Basel II auf die Unternehmensbewertung	77
1.	Einleitung.....	77
2.	Inhalte von Basel II.....	77
3.	Berechnung der Fremdkapitalkosten durch Kreditbewertungsmodelle.....	78
3.1.	Preisbestimmende Faktoren bei der Kreditvergabe.....	79
3.2.	Quantitative Kreditbewertung	79
3.2.1.	Der Begriff des Ausfallrisikos und Modellannahmen.....	80
3.2.2.	Preisuntergrenze bei Risikodifferenz.....	80
3.2.3.	Der Preis für die Übernahme systematischer Kreditrisiken.....	82
3.2.4.	Grundproblem bei der Anwendung quantitativer Modelle	83
4.	Rating.....	84
4.1.	Definition Rating	84
4.2.	Externe und interne Ratings.....	84
4.3.	Ansätze zur risikodifferenzierten Eigenkapitalhinterlegung gemäß Basel II durch Ratings	86
5.	Die Fremdkapitalkostenermittlung in der Unternehmensbewertung.....	87
5.1.	Grundlegendes zur Ermittlung der Fremdkapitalkosten.....	87
5.2.	Ermittlung des Fremdkapital-Zinses.....	88
5.3.	Auswirkungen von Basel II auf die Fremdkapitalkostenermittlung.....	89
5.4.	Fremdkapitalkosten im Entity-DCF-Ansatz.....	91
5.5.	Fremdkapitalkosten im Equity-DCF-Ansatz bzw. dem Ertragswertverfahren.....	92
6.	Die Eigenkapitalkostenermittlung in der Unternehmensbewertung	92
6.1.	Risikoarten.....	93
6.2.	Ratingbasierte Eigenkapitalkostenermittlung.....	94
7.	Fazit.....	95

VI. Konsistente Ermittlung des Fortführungswertes bei nominellem Wachstum.....	99
1. Einleitung.....	99
2. DCF-Ansätze und nominelles Wachstum.....	100
2.1. Real- versus Nominalrechnung.....	100
2.2. Nominelle Ermittlung des Fortführungswerts bei den drei DCF-Ansätzen....	101
3. Strategische Analyse, Werttreiberkonvergenz und Grobplanungsphase	107
4. Kapitalkosten, nachhaltiges Wachstum und Unsicherheit.....	109
5. Konsequenzen eines inflationsinduzierten Kapitalbedarfs	112
B. Branchenspezifika und deren Bedeutung	117
I. Besonderheiten der Unternehmensbewertung von Banken.....	119
1. Einleitung.....	119
2. Institutionelle Unterschiede zwischen Banken und Industrieunternehmen.....	119
2.1. Prognoseproblem aufgrund von Bewertungsprivilegien.....	119
2.2. Geschäftsfeldbewertung unter Berücksichtigung der Finanzierungsfunktion.....	121
2.3. Implikationen aufsichtsrechtlicher Vorschriften.....	122
3. Konsequenzen für den Bewertungsansatz von Banken.....	123
3.1. Vorteilhaftigkeit der Netto-Methode	123
3.2. Berücksichtigung notwendiger Gewinnthesaurierungen.....	126
3.3. Berechnung der potenziell ausschüttbaren Dividende.....	127
4. Marktmultiplikatoren zur Bankenbewertung.....	131
4.1. Ertrags-Multiplikatoren.....	131
4.2. Substanzwert-Multiplikatoren.....	133
II. Due Diligence bei Banken.....	137
1. Einleitung.....	137
2. Grundlagen der Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen.....	138
2.1. Einordnung der Due Diligence im Transaktionsprozess.....	139
2.2. Zielsetzung und Hauptfunktionen der Due Diligence.....	140
2.2.1. Originär betriebswirtschaftliche Motive	140
2.2.2. Originär juristische Motive	141
2.3. Teilbereiche der Due Diligence	143
2.4. Projekt- und Kommunikationsstrukturen bei einer Due Diligence	144
3. Zentrale Teilbereiche einer Due Diligence bei Banken.....	145
3.1. Analyse des marktlichen Umfeldes und der strategischen Positionierung.....	146
3.2. Analyse der steuerlichen Rahmenbedingungen.....	147
3.3. Analyse des Wertbereichs.....	150
3.3.1. Marktpreisrisiken	151
3.3.2. Kreditrisiken.....	151
3.3.3. Risiken des Eigenhandels	153
3.4. Analyse des Betriebsbereichs	154

3.4.1. Qualität und Verbreitung der Controllinginstrumente	154
3.4.2. Management und Human Resources	155
3.4.3. IT-Infrastruktur	156
3.5. Erfolgsanalyse	157
3.5.1. Externe Jahresabschlussanalyse	157
3.5.2. Interne Erfolgsquellenanalyse	159
4. Zusammenfassung und Fazit	160
III. Bewertung von Versicherungsunternehmen	165
1. Einleitung	165
2. Bewertungsanlässe	165
3. Abgrenzung des Themas	166
3.1. Unterschiedliche Versicherungssparten	166
3.2. Unterschiedliche Rechtsformen	167
3.3. Unterschiedliche Bewertungsmethoden	167
4. Erläuterung versicherungstechnischer Besonderheiten	168
4.1. Bilanz und Ergebnisrechnung von Versicherungsunternehmen	168
4.1.1. Bilanz	168
4.1.2. Aufbau der externen Gewinn- und Verlustrechnung	170
4.1.3. Solvabilität	172
5. Ermittlung des Unternehmenswerts nach der Ertragswertmethode (IDW S1)	172
5.1. Vergangenheitsanalyse	173
5.1.1. Kostensatz	175
5.1.2. Geschäftsjahresschadenquote	175
5.1.3. Abwicklungsquote	175
5.2. Prognoserechnungen	175
5.2.1. Beiträge	176
5.2.2. Aufwendungen für Versicherungsfälle	176
5.2.3. Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (Provisionen und Verwaltungskosten)	177
5.2.4. Kapitalanlageergebnis	178
5.2.5. Rückversicherungsergebnis	179
5.3. Gutachterliche Bewertungskorrekturen in der Prognoserechnung	180
5.4. Kapitalisierungszinssatz	180
5.4.1. Basiszinssatz	181
5.4.2. Risikozuschlag	181
5.4.3. Einkommensteuer	182
5.4.4. Inflations- bzw. Wachstumsabschlag	182
5.4.5. Zusammenfassung	182
5.5. Ertragsteuern	183
5.6. Sonderaspekte	183
5.6.1. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	183
5.6.2. Behandlung stiller Reserven	184
5.7. Ergebnis	184

6. Schlussbemerkung.....	185
IV. Besonderheiten bei der Bewertung von KMU.....	189
1. Einleitung.....	189
2. Anwendbarkeit von verschiedenen Bewertungsverfahren bei KMU.....	190
2.1. Einzelbewertungsmethoden (Steuerlich orientierte Bewertungsverfahren)	191
2.2. Gesamtbewertungsmethoden (Zahlungsorientierte Bewertungsverfahren)	192
2.2.1. Ertragswertmethode	192
2.2.2. Discounted Cash Flow-Verfahren.....	193
2.3. Marktbewertungs-/Vergleichsmethoden (marktorientierte Bewertungs- verfahren).....	194
2.4. Neuere Bewertungsansätze für KMU (Realoptionsansatz)	195
2.5. Problemfelder	196
3. Vorgehensweise bei der Bewertung von KMU.....	197
3.1. Bereinigung und Aufbereitung der Finanzdaten.....	197
3.2. Planung und Prognose des Cash Flow.....	201
3.3. Bestimmung der Diskontierungsfaktoren.....	205
3.4. Plausibilisierung durch Multiplikatoren.....	208
3.5. Bewertungsverfahren.....	209
4. Kaufpreisverhandlung und Emotion – Grenzen der Bewertung.....	209
4.1. Bewertung und Preisfindung	210
4.2. Bewertungssituation, Motivation und Emotion.....	211
4.3. Die Unternehmensbewertung als Korrektiv	212
5. Schlussbetrachtung und Zusammenfassung.....	213
V. Besonderheiten bei der Bewertung von Private Equity-Targets	217
1. Einleitung.....	217
2. Hintergrund der Bewertung bei Private Equity-Targets	218
2.1. Höherer Kapitaleinsatz und größere Chanceerwartung.....	218
2.2. Einfluss der Fonds-Struktur auf die Bewertungsmethode	219
2.3. Informationsasymmetrie bei Private Equity-Investitionen.....	219
2.4. Due Diligence als integraler Bestandteil des Investitionsprozesses	220
3. Bewertung mit Multiplikatoren und Maximierung der Kapitalrendite	221
3.1. Bewertungspraxis anhand eines einfachen Beispiels	221
3.2. Eigenkapital und Firmenwert	223
3.3. Einflüsse von Fremdkapitalfinanzierung.....	223
3.4. Außerordentliche Einflüsse	224
3.5. Bedeutung von Exit-Multiplikatoren.....	225
3.6. Price Earnings to Growth-Ratio.....	225
3.7. Verwässerung durch Beteiligung des Management	226
3.8. Berechnung der Kapitalrendite anhand des Beispiels	228
3.9. Multiplikatoren anhand von M&A-Transaktionen.....	229
4. Schlussbetrachtung und Lessons Learned.....	229

C. Wichtige Sonderaspekte	233
I. Bewertung von Synergien bei Mergers & Acquisitions – Das Synergy-Value-Konzept	235
1. Einleitung.....	235
1.1. Problemstellung und Untersuchungsziel.....	235
1.2. Definitionen und Begriffsabgrenzungen.....	236
1.3. Synergiertypisierung und Berücksichtigung des Synergy Value.....	236
2. Methoden der Synergiebewertung.....	238
2.1. Synergiebewertung durch die Berücksichtigung synergetischer Teil- wirkungen.....	238
2.2. Synergiebewertung im Rahmen von Kapitalmarkt- und Jahresabschluss- studien.....	239
2.2.1. Kapitalmarktstudien.....	239
2.2.2. Jahresabschlussstudien.....	240
2.3. Synergiebewertung im Rahmen der Unternehmensbewertung bei M&A.....	240
3. Voraussetzungen für die Anwendung des Synergy-Value-Konzepts.....	241
3.1. Berücksichtigung der Richtung der Verbindung.....	241
3.2. Berücksichtigung der Ergebnisse der Due Diligence.....	242
3.3. Berücksichtigung von Einflüssen aus der Integration.....	243
4. Synergy-Value-Konzept.....	247
4.2. Synergieevaluation auf der strategischen Ebene.....	247
4.2.1. Synergieidentifizierung.....	247
4.2.2. Synergiequalifizierung.....	248
4.2.3. Synergiequantifizierung.....	248
4.3. Synergieanalyse auf der operativen Ebene zur Unterstützung der Synergie- evaluation auf der strategischen Ebene.....	252
4.3.1. Wertschöpfungsketten-Netzwerk.....	252
4.3.2. Synergieanalyse in betrieblichen Funktionsbereichen.....	253
4.4. Anwendung des Synergy-Value-Konzepts.....	259
5. Abschließende Bemerkungen.....	260
II. Empirische und modelltheoretische Überlegungen zur Bestimmung von Integrations- und Synergieerzielungskosten für die Unternehmensbewertung bei Zusammenschlüssen	263
1. Ausgangssituation: Von Synergien und Kalorien... ..	263
2. Grundlogik der Bewertung: Synergieerzielungs- und Integrationskosten.....	267
3. Das 7 K-Modell: Vorschlag für ex ante- und ex post-Bewertungen.....	268
4. Kosten- und Kapitalbegriffe im Post Merger-Management.....	269
5. Post Merger Audit: Analysetypen und ihr Einsatz.....	272
6. Instrumente: ex ante-Bewertung bzw. Kontrolle von Post Merger-Kosten.....	275
6.1. Integration Balanced Scorecard.....	276
6.2. Post Merger-Audit nach dem 7 K-Modell.....	277

7. Synergieerzielungs- und Integrationskosten: Abhängigkeiten.....	278
8. Lernkurven: Post Merger-Management für ein Pre Merger-Management	279
9. Fazit.....	281
III. Die Bewertung von Unternehmen und Aktien als Akquisitionswährung	
in der Rechtsprechung	283
1. Einleitung.....	283
2. Die Unternehmensbewertung in Gesetzgebung und Rechtsprechung	283
2.1. Die Unternehmensbewertung in der Gesetzgebung	283
2.2. Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung	284
2.2.1. Die allgemeinen Grundsätze der Rechtsprechung zur Unternehmens-	
bewertung.....	284
2.2.2. Die besonderen Grundsätze der Rechtsprechung zur Unternehmens-	
bewertung bei Unternehmensverträgen, insbesondere Beherrschungs-	
und Gewinnabführungsverträgen, und Eingliederungen.....	284
2.2.3. Die besonderen Grundsätze der Rechtsprechung zur Unternehmens-	
bewertung bei Verschmelzungen, Sachkapitalerhöhungen oder	
Squeeze-out	286
3. Die Aktien als Akquisitionswährung	287
3.1. Allgemeines zur Kapitalbeschaffung für M&A-Transaktionen.....	287
3.2. Übersicht über die Finanzierungsmittel.....	288
3.2.1. Die Kapitalbeschaffung für die Barzahlung des Kaufpreises	288
3.2.2. Die Eigenkapitalbeschaffung	288
3.2.3. Die Eigenkapitalbeschaffung nicht börsennotierter Unternehmen.....	289
3.2.4. Die Eigenkapitalbeschaffung börsennotierter Unternehmen.....	290
3.2.5. Die Fremdkapitalbeschaffung am Kapital- und Geldmarkt	291
3.3. Die Aktie als Zahlungsmittel.....	292
3.3.1. Die Aktie als Akquisitionswährung	292
3.3.2. Die Transaktionsstrukturen eines Unternehmenskaufs mit Aktien.....	293
3.4. Der Aktientausch nach dem WpÜG	296
3.4.1. Anwendungsbereich.....	296
3.4.2. Art der Gegenleistung	296
3.4.3. Bewertung der vom Bieter angebotenen Aktien.....	298
3.4.4. Höhe der Gegenleistung.....	300
3.4.5. Preisanpassungen bei Veränderungen der Börsenkurse.....	301
IV. Einfluss von Steuern auf die Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte.....	303
1. Problemstellung.....	303
2. Steuerliche Zielsetzungen von Veräußerer und Erwerber.....	303
3. Bedeutung der historischen Steuerposition des Target.....	305
4. Steuerliche Behandlung eines Asset Deal.....	307
4.1. Begriffliche Grundlagen.....	307
4.2. Veräußerer	307
4.2.1. Veräußerung eines Unternehmens oder eines Mitunternehmeranteils	

durch eine natürliche Person.....	307
4.2.2. Veräußerung durch eine Kapitalgesellschaft oder eine Personen- gesellschaft mit Kapitalgesellschaften als Anteilseignern.....	311
4.3. Erwerber	312
4.4. Umsatzsteuer und Grunderwerbsteuer.....	313
5. Steuerliche Behandlung eines Share Deal.....	314
5.1. Begriffliche Grundlagen.....	314
5.2. Veräußerer	315
5.2.1. Veräußerung durch eine natürliche Person oder eine Personen- gesellschaft mit natürlichen Personen als Anteilseigner.....	315
5.2.2. Veräußerung durch eine Kapitalgesellschaft oder eine Personen- gesellschaft mit Kapitalgesellschaften als Anteilseigner.....	316
5.3. Erwerber	317
5.4. Umsatzsteuer und Grunderwerbsteuer.....	320
6. Zusammenfassung.....	320
V. Goodwill Impairment und Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände nach IAS & US-GAAP.....	323
1. Einleitung.....	323
2. Die neuen Bilanzierungsregelungen.....	324
3. Der Impairment Test	326
4. Das Fair Value Konzept.....	328
5. Welche immateriellen Vermögensgegenstände werden bewertet?.....	331
6. Die Bewertungsmöglichkeiten.....	333
6.1. Cash-Flow Ansatz.....	334
6.2. Kosten Ansatz.....	337
6.3. Marktwert Ansatz.....	337
7. Alternative Bewertungsverfahren und spätere Anpassungsmechanismen.....	338
8. Zusammenfassung/Schluss.....	340
VI. Wertermittlung bei Immobilien.....	343
1. Einleitung.....	343
2. Grundsätze der Wertermittlung.....	343
3. Anlass und Zweck	344
4. Bedeutung der Wertermittlung von Immobilien aufgrund harmonisierter inter- nationaler Kapitalmarktorientierung der Rechnungslegungsnormen.....	344
5. Wesentliche Wertermittlungsverfahren bei der Immobilienbewertung.....	346
5.1. Normierte Verfahren.....	347
5.1.1. Vergleichswertverfahren.....	347
5.1.2. Ertragswertverfahren.....	350
5.1.3. Sachwertverfahren.....	350
5.1.4. Liquidationswertverfahren.....	351
5.2. Nicht normierte Verfahren.....	352
5.2.1. Discounted-Cash-Flow-Verfahren.....	352

5.2.2. Residualwertverfahren.....	352
5.3. International angewandte Bewertungsverfahren.....	353
6. Ermittlung von Zeitwerten bebauter Grundstücke im Ertragswert verfahren.....	354
6.1. Bodenwert.....	354
6.2. Wert der baulichen Anlage	354
6.2.1. Rothertrag.....	354
6.2.2. Bewirtschaftungskosten (BWK).....	355
6.2.3. Reinertrag.....	356
6.2.4. Liegenschaftszinssatz.....	356
6.2.5. Bodenwertverzinsung	356
6.2.6. Nutzungsdauer / Restnutzungsdauer.....	356
6.2.7. Vervielfältiger.....	357
7. Bewertung von bebauten Grundstücken mittels Discounted-Cash-Flow-Methode..	359
7.1. Bewertungsrelevante Zahlungsmittelströme (Cash-Inflows/Cash-Outflows).	359
7.1.1. Cash-Inflows.....	359
7.1.2. Cash-Outflows.....	359
7.1.3. Prognose der Zahlungsmittelströme.....	359
7.2. Zeithorizont.....	360
7.3. Diskontierungssatz.....	360
7.4. Restwert.....	361
8. Schlussbemerkung.....	363

D. Innovative Ansätze in der Unternehmensbewertung

I. Relativer Unternehmenswert

1. Einleitung.....	367
2. Modell eines arbitragefreien Kapitalmarktes	368
2.1. Risikobehaftete Eigenkapitalbeteiligungen (Aktienmarkt)	368
2.2. Anleihenmarkt	369
2.2.1. Risikobehaftete Fremdkapitalbeteiligungen.....	369
2.2.2. Risikolose Staatsanleihen.....	369
3. Konkretisierung der risikoadjustierten Wahrscheinlichkeiten.....	370
3.1. Binomialmodell.....	370
3.2. Implizite Wachstumsraten.....	371
3.3. Explizite Gleichung für q	372
4. Sensitivität des Unternehmenswertes.....	372
4.1. Einfluss unternehmensspezifischer Faktoren.....	372
4.1.1. Wachstumsraten.....	373
4.1.2. Anteilige Fremdfinanzierung am Beispiel der autonomen Finanzierungs- politik	374
4.2. Einfluss unternehmensübergreifender Faktoren.....	376
4.2.1. Einkommensteuer.....	376
4.2.2. Zinsniveau.....	377

4.2.3. Preisniveau am Aktienmarkt	378
5. Zusammenfassung	379
II. Fundamentalmultiples	381
1. Einleitung	381
2. Grundlagen	381
2.1. Bewertungsmodell	382
2.1.1. Entity-Modell	382
2.1.2. Equity-Modell	383
2.2. Bewertungsmultiplikatoren	383
2.2.1. Price-Earnings-Multiplikator	384
2.2.2. Price-Book-Multiplikator	384
2.2.3. Enterprise-Sales-Multiplikator	384
2.2.4. Enterprise-EBIT-Multiplikator	384
2.2.5. Enterprise-Invested-Capital-Multiplikator	385
2.3. Wertbestimmende Faktoren	385
3. Anwendung	387
3.1. Wahl einer geeigneten Bezugsgröße	387
3.2. Auswahl vergleichbarer Unternehmen	387
3.3. Wahl eines geeigneten Schätzverfahrens	388
3.4. Anwendungsbeispiel	389
3.5. Kritische Würdigung	392
3.5.1. Datenbeschaffung	392
3.5.2. Einfluss von Schätzfehlern	392
3.5.3. Sonstige Problembereiche	394
4. Fazit	395
III. Realoptionen: Spezialfragen für eine praxisorientierte Anwendung	397
1. Einleitung	397
2. Realoptionsarten und spezifische Auszahlungsprofile	397
3. Bewertung von Realoptionen	403
3.1. Generelle Anwendungsprämissen	403
3.2. Prinzip der risikoneutralen Bewertung	404
3.2.1. Herleitung der Optionspreisformel über das Hedge-Portfolio	404
3.2.2. Herleitung der Optionspreisformel über die Sicherheitsäquivalenz-	
methode	406
3.2.3. Arbitragefreie Bewertung mit Martingalen	407
3.3. Das logarithmisierte Binomialmodell	409
3.3.1. Das Grundmodell	409
3.3.2. Die Logarithmisierung	410
3.3.3. Berücksichtigung von Dividenden	413
3.3.4. Berücksichtigung multipler Realoptionen	413
4. Bestimmung der Volatilität	415
4.1. Vergleichsmethode	415

4.2. Spannbreiten-Methode.....	415
4.3. Methode der Wertzerlegung	416
4.4. Zurückführung auf Einflussfaktoren.....	417
5. Ausblick	417
IV. Stochastische Modelle der Unternehmensbewertung	421
1. Einleitung.....	421
2. Klassischer Bewertungsansatz und Derivatbewertung	422
2.1. Risikoadjustierte Bewertung und risikoneutrale Bewertung.....	422
2.2. Derivatbewertung	425
3. Stochastisches Unternehmensmodell	429
3.1. Stochastische Prozesse der Unternehmenstätigkeit	430
3.2. Risikoneutrale Bewertung	431
4. Simulationsmethode zur Unternehmensbewertung.....	435
4.1. Risikoadjustierung.....	435
4.2. Übergang von kontinuierlicher in diskrete Zeit.....	437
4.3. Bewertung mittels Simulation.....	438
5. Schlussbemerkungen und Ausblick	441
Herausgeber und Autoren.....	445

B. Branchenspezifika und deren Bedeutung

IV. Besonderheiten bei der Bewertung von KMU

Michael Keller, Bruno Hohmann

1. Einleitung

Die Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) spielt in der Praxis eine große Rolle. Da KMU in der Regel nicht börsennotiert sind, müssen sie vor geplanten Unternehmenstransaktionen oder bei anstehenden Nachfolgeregelungen bewertet werden. An Bedeutung gewinnt die Unternehmensbewertung allerdings auch im Reporting an Kapitalgeber. Die hohe Praxisrelevanz zeigt sich bei Betrachtung einiger statistischer Rahmendaten. So gibt es nach Definition der Europäischen Union 19,33 Millionen Unternehmen in der EU, die als KMU zu betrachten sind. Dies sind 99,8 % aller Unternehmen in den 15 EU-Ländern. Allein für Deutschland rechnet das Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM Bonn) jährlich mit ca. 70.000 Unternehmen (meist KMU), in denen eine Nachfolgeregelung ansteht. In der überwiegenden Anzahl dieser Fälle wird auch eine Unternehmensbewertung vorgenommen. Trotz dieser enormen Bedeutung der KMU, waren sie lange Zeit nur ein marginales Forschungsobjekt in den Wirtschaftswissenschaften.

Die Definition von kleinen und mittleren Unternehmen erweist sich als äußerst schwierig, da sinnvollerweise sowohl quantitative als auch qualitative Aspekte für eine Klassifizierung berücksichtigt werden müssen. Eine allgemeingültige Definition für KMU gibt es daher nicht. Einen Anhaltspunkt für eine mögliche quantitative Einordnung liefert die Empfehlung der Europäischen Kommission zur Definition von KMU (2003/361/EG). Allerdings sollte berücksichtigt werden, dass diese Art der Klassifizierung vor dem Hintergrund der Struktur- und Förderpolitik häufig politisch geprägt ist.

Unternehmenstyp	Beschäftigte	Umsatz	Bilanzsumme	Unabhängigkeit
Kleinstunternehmen	< 10	< 2 Mio. EUR	< 5 Mio. EUR	Kapitalanteile im Fremdbesitz < 25 %
Kleinunternehmen	< 50	< 10 Mio. EUR	< 10 Mio. EUR	
Mittlere Unternehmen	< 250	< 50 Mio. EUR	< 43 Mio. EUR	
Großunternehmen	> 250	> 50 Mio. EUR	> 43 Mio. EUR	

Tab. 1: Definition der Unternehmensgrößen der Europäischen Kommission

Kleinstunternehmen machen nach dieser Definition ca. 93,3 % der Unternehmen in den EU-Ländern aus. In diesem Bereich spielt die Unternehmensbewertung nur eine untergeordnete Rolle. Entscheidend sind die kleinen und mittleren Unternehmen mit einem Umsatz von mehr

als 2 Mio. EUR bis zu 50 Mio. EUR, wobei branchenabhängig durchaus auch Unternehmen mit bis zu 100 Mio. EUR und 500 Beschäftigten noch Merkmale eines KMU aufweisen können. Daher bedient sich vor allem die betriebswirtschaftliche Literatur neben den quantitativen Merkmalen auch qualitativer Aspekte, wie z.B. den fehlenden Zugang zur Börse oder die Einheit von Eigentum und Unternehmensführung. Fraglich ist die Berücksichtigung des Aspektes der Konzernunabhängigkeit. Kleine und mittlere Unternehmen, die Teil eines größeren Konzerns sind, werden in vielen Fällen nicht als KMU definiert. Aus Praxissicht erscheint dies nicht immer sachgerecht zu sein, da viele dieser Unternehmen, z.B. durch eine starke Stellung des Geschäftsführers oder einer weitgehenden Weisungsunabhängigkeit im operativen Geschäft, Merkmale des unternehmergeführten Betriebes aufweisen.

Um die Wesensverschiedenheit von kleinen und mittleren Unternehmen darzustellen und die Besonderheiten bei einer Bewertung derselben aufzuzeigen, sind daher grundsätzlich sowohl quantitative als auch qualitative Merkmale heranzuziehen. Ein kleines und mittleres Unternehmen im Sinne dieses Beitrags weist demnach folgende Attribute auf:

- rechtliche und wirtschaftliche Selbständigkeit (i.d.R. Konzernunabhängigkeit)
- weniger als 500 Beschäftigte
- Existenz eines Eigentümer-Unternehmers, für den das Unternehmen wichtige Existenzgrundlage ist oder weitgehend selbständige und weisungsunabhängige Geschäftsführung
- kein Börsenzugang
- Umsatz < 50 Mio. EUR (im Einzelfall < 100 Mio. EUR, branchenabhängig)

Aus diesen Abgrenzungskriterien ergeben sich Implikationen für das Wesen der kleinen und mittleren Unternehmen, die im Folgenden dargestellt werden. Da insbesondere Nachfolgeregelungen Praxisfälle der Unternehmensbewertung von KMU darstellen, werden weite Teile der nachfolgenden Ausführungen aus Sicht des Verkäufers betrachtet, obwohl die grundsätzlichen Bewertungsmechanismen und -probleme selbstverständlich auch aus Käufersicht Gültigkeit besitzen.

2. Anwendbarkeit von verschiedenen Bewertungsverfahren bei KMU

Zur Bewertung von KMU kommen sämtliche Verfahren der Unternehmensbewertung zur Anwendung. Traditionell nahmen allerdings am Substanzwert ausgerichtete und steuerlich orientierte Verfahren (Einzelbewertungsmethoden) einen hohen Stellenwert ein. Dies resultiert einerseits aus der einfachen Anwendbarkeit dieser Verfahren, andererseits aus den gängigen Anlässen von Bewertungen bei KMU. Zunehmend haben sich allerdings zahlungsorientierte Gesamtbewertungsverfahren (Ertragswertverfahren und DCF-Methode) durchgesetzt, wemgleich die Anwendung dieser Bewertungsmethoden bei KMU spezifischer Modifikationen bedarf. Darüber hinaus werden auch marktorientierte Bewertungsansätze (Multiplikatoren) und der Realoptionsansatz angewandt, wobei letzterer nur eine untergeordnete Rolle spielt. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass sämtliche dieser Verfahren im Hinblick auf KMU Defizite aufweisen. Dies resultiert aus der spezifischen Situation von KMU und lässt sich – stark ver-

einfacht – auf die Identität von Eigentum und Unternehmensführung bzw. auch auf die Verschmelzung von persönlichen und Unternehmenszielen zurückführen.

Nachfolgend werden die gängigen Bewertungsmethoden vor dem Hintergrund ihrer Anwendung bei KMU diskutiert.

2.1. Einzelbewertungsmethoden (Steuerlich orientierte Bewertungsverfahren)

Die Einzelbewertungsmethoden spielten bei der Bewertung von KMU traditionell eine große Rolle, was auf die einfache Anwendbarkeit dieser Verfahren und Bewertungsanlässe aus steuerlichen Gründen zurückzuführen ist. Obwohl die Bedeutung dieser Verfahren abnimmt, werden in Kaufpreisverhandlungen nicht selten gedanklich Argumentationslinien verfolgt, die auf die Einzelbewertungsmethoden zurückgehen. Insofern sollen kurz Funktionsweise und Defizite dieser Methoden dargestellt werden.

Bei den Einzelbewertungsverfahren wird der Unternehmenswert aus den Bewertungen der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden an einem Stichtag berechnet. Die Liquidationswertverfahren unterstellen eine virtuelle Auflösung des zu bewertenden Unternehmens und bewerten Vermögensgegenstände nach ihrem möglichen Verkaufserlös. Bringt man hiervon die Verbindlichkeiten, Rückstellungen und Liquidationskosten in Abzug erhält man den Liquidationswert. Der Liquidationswert wird üblicherweise als Wertuntergrenze herangezogen. Das Substanzwertverfahren hingegen unterstellt eine Errichtung des Unternehmens auf der „grünen Wiese“.

Problematisch bei diesen Ansätzen ist, dass sie gegen den Grundsatz der Bewertungseinheit verstoßen, da lediglich Werte einzelner Vermögensgegenstände addiert werden. Außerdem erweist sich die Berücksichtigung und Wertermittlung von bilanziell nicht erfassten Werten wie Know-how, Kunden & Lieferantenbeziehungen, Marken, Patenten etc. als aufwendig und praktisch nicht anwendbar. Gerade bei KMU tragen Humankapital, Technologien, Kundenbeziehungen, Management und weitere weiche Faktoren maßgeblich zur Bildung des Unternehmenswertes bei. Diese Wertfaktoren können substanzorientierte Verfahren nicht abbilden. Ferner sind Substanz- und Liquidationswerte als vergangenheitsorientierte Größen wenig geeignet, um den zukünftigen Wert eines Unternehmens zu ermitteln. Aus diesem Grund sind substanzorientierte Verfahren für die Ermittlung von aussagekräftigen Unternehmenswerten grundsätzlich nicht geeignet. Ihnen kommt lediglich eine Hilfsfunktion zu, z.B. bei der Bewertung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens oder bei der Bewertung einzelner Vermögensklassen (wie Maschinen, Warenbeständen oder Immobilien).

Ein steuerlich orientiertes Verfahren ist das Stuttgarter Verfahren, das insbesondere zur Ermittlung der Vermögens-, Erbschaft- und Schenkungssteuer dient, wenngleich auch in diesen Bereichen zunehmend Gesamtbewertungsverfahren zur Anwendung kommen. Das Stuttgarter Verfahren ist eine Basis für eine möglichst einfache und gerechte Besteuerung von Vermögen. Es berücksichtigt den Substanzwert sowie den sog. Übergewinn, der nach einer fest definierten Formel aus marktüblicher Verzinsung und durchschnittlichem Gewinn in der Vergangenheit hergeleitet wird. Da auch das Stuttgarter Verfahren sehr stark den Substanzwert und die Vergangenheit betont, stellt es keine sinnvolle Basis für Unternehmensbewertungen vor dem Hintergrund einer Unternehmenstransaktion oder eines Reportings an Kapitalgeber dar.

2.2. Gesamtbewertungsmethoden (Zahlungsorientierte Bewertungsverfahren)

Hinsichtlich der Gesamtbewertungsmethoden lässt sich prinzipiell festhalten, dass sowohl die Ertragswertmethode als auch der Discounted Cash Flow (DCF) Ansatz theoretisch zu den gleichen Ergebnissen führen. Diese können als wissenschaftlich fundiert und in Hinblick auf die Aussagekraft von Unternehmensbewertungen als sinnvoll betrachtet werden. Allerdings ergeben sich in der praktischen Anwendung eine Vielzahl von Problemen. Teilweise kommen diese zwar auch bei der Bewertung von größeren Unternehmen zum Tragen, allerdings sind sie bei KMU noch schwieriger zu handhaben.

2.2.1. Ertragswertmethode

Bei der Ertragswertmethode wird der Barwert der zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben des Unternehmens gerechnet. Die sog. Einzahlungsüberschüsse berechnen sich ausgehend vom Jahresüberschuss in der in Abbildung 1 dargestellten Weise.

<p>Nettoergebnis (Jahresüberschuss/-fehlbetrag)</p> <p>+/- Aufwendungen / Erträge aus Anlagenabgängen</p> <p>+/- Abschreibungen / Zuschreibungen</p> <p>+/- Veränderungen langfristiger Rückstellungen</p> <p>+/- Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens (ohne liquide Mittel & kurzfr. Bankverbindlichkeiten)</p> <hr/> <p>CASH FLOW aus Betriebstätigkeit</p> <p>+/- Cash Flow aus der Investitionstätigkeit</p> <p>+/- Veränderungen von (kurz- und langfristigen) Finanzierungsschulden</p> <hr/> <p>Einzahlungsüberschuss des Unternehmens</p>

Abb. 1: Berechnung des Einzahlungsüberschusses

Der Barwert der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse wird durch Diskontierung mit dem Kalkulationszinsfuß errechnet. Der Kalkulationszinsfuß berechnet sich im Allgemeinen als landesüblicher Zinsfuß (z.B. Rendite einer Staatsanleihe mit Laufzeit von 10 Jahren) und einer Angleichung hinsichtlich des spezifischen Risikos, der Inflations- und der Steuerwirkung. Diese Angleichung wird als Risikozuschlag bezeichnet.

Theoretisch ergibt sich der Risikozuschlag aus der subjektiven Risikonutzenfunktion des risikoaversen Investors. Dieser kann – theoretisch – ebenfalls über verschiedene Methoden bestimmt werden (z.B. Methode der Sicherheitsäquivalente). Praktisch ist dies allerdings im Regelfall nicht möglich. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass Investoren bei Unternehmenstransaktionen üblicherweise keine Einzelpersonen, sondern Unternehmen, Beteiligungsgesellschaften oder sonstige Einheiten sind. Aus diesem Grund wird der Risikozuschlag unter Würdigung einer subjektiven Risikoeinschätzung bestimmt. Die Befürworter dieser Me-

thode rechtfertigen diese Vorgehensweise damit, dass eine subjektive Risikoeinschätzung sinnvoll ist, da der Bewertende eine entsprechende Risikoeinschätzung des Unternehmens habe. Dies ist für die Bewertungspraxis unbefriedigend, da es keinerlei sinnvolle Anhaltspunkte für die Ermittlung des Risikozuschlags gibt. Letztlich entscheidet allein das Fingerspitzengefühl des Bewertenden, der den globalen Risikozuschlag dann lediglich argumentativ rechtfertigen kann.

Wenngleich das Ertragswertverfahren in Deutschland (noch) weit verbreitet ist, ist es im internationalen Kontext kaum einzusetzen. Aus diesem Grunde sind die meisten größeren Unternehmen zunehmend zu der international anerkannten DCF-Methode übergegangen. Diese Entwicklung muss auch bei der Bewertung von KMU verstärkt Anwendung finden, da zunehmend ausländische Käufer und Beteiligungsgesellschaften in diesem Segment als Käufer auftreten, bzw. KMU selber Unternehmen im Ausland erwerben. Bei der Berechnung des Ertragswertes resultiert ein Eigenkapitalwert (Equity Value). Dies ist bei KMU häufig nicht sinnvoll, da deren Finanzierungsstruktur stark variiert oder im Zuge der Transaktion verändert wird. Dem ermittelten Ertragswert ist der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen. Dieses muss zuvor gesondert bewertet werden. Generell bietet sich allerdings auch die Möglichkeit, die entsprechenden Veräußerungsvorgänge in der Planung mit den entsprechenden Auswirkungen abzubilden. Die Prognose der bewertungsrelevanten Cash Flows bzw. der bewertungsrelevanten Einzahlungsüberschüsse unterscheidet sich nur unwesentlich von der Vorgehensweise im DCF-Verfahren. Es kommen in beiden Verfahren sowohl Zwei- als auch Drei-Phasen-Modelle zur Anwendung.

2.2.2. Discounted Cash Flow-Verfahren

Das DCF-Verfahren wurde im Teil A dieses Buches bereits umfassend dargestellt. Insofern soll nachfolgend die Auseinandersetzung mit der Kritik an diesem Verfahren in Hinblick auf die Anwendung bei KMU im Mittelpunkt stehen.

Neben den allgemein immer wieder vorgebrachten Argumenten gegen die DCF-Methode (Zirkularitätsproblematik, Bestimmung von Betas etc.), wird in Hinblick auf KMU insbesondere die kapitalmarktorientierte Ermittlung der gewichteten, durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) kritisiert. Es wird in Frage gestellt, ob ein marktmäßig bestimmtes Risikomaß eine Relevanz für KMU besitzt. Entscheidend sei für die Unternehmensbewertung nicht die Risikoeinstellung des Marktes, sondern die individuelle Risikoneigung des Investors, wie sie im Risikozuschlag des Ertragswertverfahrens zum Ausdruck kommt. Der Rückgriff auf Beta-Faktoren sei nur dann sinnvoll, wenn Agenten (z.B. der Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft oder ein Beteiligungsmanager eines Private Equity-Fonds) im Namen von Prinzipalen, deren Risikoneigung aufgrund ihrer großen Zahl nicht bekannt ist, tätig sind. In der praktischen Anwendung ist es jedoch selbst für den Einzelinvestor meist nicht sinnvoll möglich, seine Risikoeinschätzung klar zu quantifizieren. Deshalb erscheint die marktorientierte und systematische Ermittlung der Kapitalkosten mit der theoretischen Basis des CAPM-Modells auch für KMU angemessen. Problematisch ist die Berechnung des Beta-Faktors bei KMU, da diese in der Regel selbst nicht börsennotiert sind, weshalb in der Praxis meist auf Beta-Faktoren ähnlicher, an der Börse notierter Unternehmen oder auf Branchen-Betas zurückgegriffen wird. Hier sollte bei der Auswahl vergleichbarer Unternehmen neben der Branchenzugehörigkeit auch die Größe und die finanzielle Situation der Unternehmen Beachtung finden.

Im Hinblick auf die Anwendbarkeit des CAPM bei KMU gibt es darüber hinaus eine ganze Reihe von Einwänden, wobei die wesentlichen nachfolgend aufgeführt sind. In der praktischen Anwendung kann allerdings einer Vielzahl dieser Einwände durch sinnvolle Bewertungskorrekturen Rechnung getragen werden, was im folgenden Kapitel im Detail erläutert wird.

- Risikodiversifikation ist sehr schwierig für Eigentümer von KMU (starke Bindung von Geld- und Humankapital in Unternehmen).
- Keine ständige Liquidierbarkeit der Anlagen.
- Verkauf von Anteilen an unnotierte Unternehmen ist mit erheblichen Transaktionskosten verbunden (CAPM: Fehlen von Transaktionskosten).
- Schnelle Reaktion auf Renditeänderungen bei KMU aufgrund schwieriger Käufersuche und langwierigen Kündigungsfristen (z.B. bei Personengesellschaften) nur selten möglich.

Bei der Ertragswertmethode und dem DCF-Verfahren wird weitgehend auf eine marktnahe Bewertung verzichtet, da vorliegende Marktbewertungen nur über einen entsprechenden Risikozuschlag bei den Kapitalkosten berücksichtigt werden können. Grundsätzlich unberücksichtigt bleibt die Fähigkeit von Unternehmen auf Marktentwicklungen zu reagieren. Gerade eine hohe Flexibilität – unabhängig von globalen Budgetplanungen – stellt einen wesentlichen Wert von KMU dar, die meist viel schneller und flexibler auf neue Markttrends und Entwicklungschancen reagieren können, als dies in Großunternehmen mit entsprechenden hierarchischen Strukturen der Fall ist.

2.3. Marktbewertungs-/Vergleichsmethoden (marktorientierte Bewertungsverfahren)

Der Multiplikatorenansatz baut auf den am Markt zustande gekommenen Preisen und dadurch auf am Markt bereits verarbeiteten Informationen auf. Grundsätzlich wird beim Multiplikatorenansatz der Marktpreis (entweder Börsenkurse oder Preise vergangener M&A- PBT Transaktionen) von vergleichbaren Unternehmen über eine Bezugsgröße (z.B. EBIT, EBITDA, Umsatz) in Relation zu dem zu bewertenden Unternehmen gesetzt. Der gesuchte Unternehmenswert des Bewertungsobjekts ergibt sich dann aus dem Produkt des Multiplikators und der Bezugsgröße des Bewertungsobjekts.

Obwohl gegen den Multiplikatoransatz stets „erhebliche Bedenken“ angeführt werden, ist eine hohe Praxisrelevanz nicht nur bei der indikativen Bewertung von börsennotierten Unternehmen, sondern insbesondere auch im Bereich der KMU gegeben. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass nur selten ausführliche Jahresabschlüsse von KMU zugänglich sind und selbst im Rahmen von M&A-Transaktionen häufig das detaillierte Zahlenwerk bis zur Due Diligence (also bis nach Abgabe eines unverbindlichen Angebots im Rahmen des Letter of Intents) verschlossen bleibt.

Wenngleich Multiplikatoren grundsätzlich spezifische und wertrelevante Unternehmensmerkmale, erzielbare Synergien und (strategische) Wertpotentiale außer Acht lassen, kann dieser Tatsache durch die Wahl einer letztlich bewertungsrelevanten Multiplikator-Größe aus einer ursprünglichen Multiple-Bandbreite bedingt Rechnung getragen werden. Eine besondere Bedeutung erlangen Multiplikatoren auch durch die Betrachtung der Unternehmensbewertung durch Banken im Rahmen von Akquisitionsfinanzierungen. Häufig werden dabei klare Anfor-

derungen an die maximal tragbaren Verschuldungsgrade, z.B. auf EBITDA-Basis gestellt. Da die Finanzierung von Unternehmenstransaktionen besonders im Bereich von KMU immer wieder eine besondere Herausforderung darstellt, sollte daher vor dem Hintergrund der Finanzierbarkeit von vorneherein ein realistischer Bewertungskorridor berücksichtigt werden.

Problematisch ist die Bestimmung der relevanten Peer Group, da KMU in ihrer Gesamtheit häufig nur kleine Geschäftsfelder von börsennotierten Konzernen darstellen oder in Marktnischen operieren. Insofern lassen sich meist nur unscharfe Vergleichsgruppen börsennotierter Unternehmen identifizieren. Die Identifikation vergleichbarer Transaktionen ist in der Praxis äußerst schwierig, da Transaktionen im Bereich von KMU nur selten publiziert werden. Dies ist darin begründet, dass viele Unternehmer in hohem Maße an Vertraulichkeit und Diskretion sowohl während der M&A-Transaktion als auch nach dem Verkauf interessiert sind. Im Rahmen von M&A-Transaktionen, bei denen KMU involviert sind, wird häufig Stillschweigen zwischen den Vertragsparteien über einen längeren Zeitraum vereinbart. Aber selbst für den Fall, dass die Transaktion veröffentlicht wird, sind nur selten Detaildaten über die finanziellen Kenndaten des Zielunternehmens verfügbar. Noch seltener werden Kaufpreishöhe oder Transaktionsvolumen veröffentlicht. Aus diesem Grund sind die Bewertungsgrößen vergleichbarer Transaktionen praktisch nur M&A-Insidern bekannt, die sich tagtäglich im Segment der KMU bewegen und Einblick in verschiedenste Transaktionen haben. Mitunter werden aber solche Experten-Multiples auch in Fachzeitschriften veröffentlicht.

Eine besondere Stärke der Multiplikatormethode, den Markt als Bewertungsmaßstab heranzuziehen, ist gleichzeitig auch eine ihrer Schwächen. Denn in extrem positiven oder negativen Marktphasen schlägt sich die entsprechende Marktbewertung auf die Höhe der Multiplikatoren durch, wenngleich die resultierenden Bewertungen nur schwerlich mit realen betriebswirtschaftlichen Daten zu begründen sind.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein ausschließlich durch Multiples ermittelter Unternehmenswert die spezifischen Eigenschaften des KMU nicht berücksichtigt und deshalb leicht zu Fehlbewertungen führt. Das Multiplikatormodell kann aus diesem Grund lediglich als Kontrollinstrument den zahlungsorientierten Bewertungsmethoden zur Seite stehen.

2.4. Neuere Bewertungsansätze für KMU (Realoptionsansatz)

Der Realoptionsansatz ist in der Praxis kaum verbreitet, trotzdem stellt er ein interessantes Wertermittlungsverfahren für KMU dar. Häufig verfügen KMU über eine Vielzahl von Entwicklungschancen, die adäquat in der Bewertung berücksichtigt werden sollten. Außerdem stellt die hohe Flexibilität und Marktnähe der KMU einen nicht zu vernachlässigenden Wert dar, da hierdurch schnell auf Marktveränderungen reagiert werden kann.

Der Realoptionsansatz ist eine Bewertungsmethode, die in der Investitionsrechnung, in der Unternehmensbewertung und als Management-Konzeption eingesetzt werden kann. Die unternehmerische Flexibilität wird hier ähnlich wie bei einer Finanzoption bewertet. Anwendbar ist diese Methode immer, wenn ein Unternehmen mehrere Handlungsmöglichkeiten besitzt und der Zeitpunkt der Entscheidung flexibel ist. Dies ist sehr häufig bei KMU der Fall, nicht zuletzt da zu dieser Gruppe auch die sog. jungen Unternehmen (Wachstumsunternehmen) gehören. In den vergangenen Jahren hat sich eine ganze Reihe von wissenschaftlichen Publikationen mit

der Relevanz von Realoptionen beschäftigt. Ergebnis dieser Studien ist, dass Unternehmen Handlungsoptionen besitzen aus denen eine Flexibilität resultiert, die einen Wert darstellt.

Der Realoptionsansatz vereinigt die Vorzüge der Multiplikatorverfahren und der zahlungsorientierten Verfahren, da dieser sowohl unternehmensspezifische bzw. projektspezifische Besonderheiten berücksichtigt, aber auch auf Marktdaten zurückgreift. Gegenüber diesen beiden Verfahren besitzt er den Vorteil, dass er Unsicherheit über die Zukunft und daraus resultierende Handlungsoptionen explizit berücksichtigt. Ferner setzt er eine intensivere Auseinandersetzung mit den Planungsprämissen voraus. Die resultierende höhere Bewertungsgenauigkeit wird allerdings mit einem deutlich größeren Bewertungsaufwand erkaufte. Dies stellt gerade bei KMU oft schon ein KO-Kriterium dar, wenngleich das Volumen von M&A-Transaktionen diesen Aufwand durchaus rechtfertigen kann.

Die Problemfelder des Realoptionsansatzes in der praktischen Anwendung sollen an dieser Stelle nicht näher erläutert werden. Allgemein lässt sich als Nachteil festhalten, dass dieses Verfahren einen sehr hohen Modellierungs- und Bewertungsaufwand darstellt. Insofern können diese Verfahren meist nur sinnvoll zur Bewertung von einzelnen Investitionsprojekten angewandt werden. Dies kann im Zusammenhang mit einer Gesamtbewertung des Unternehmens sinnvoll sein, falls das Unternehmen über wichtige Realoptionen wie bspw. die Erweiterung von Produktionsflächen oder den Markteintritt in Auslandsmärkte verfügt, die einen maßgeblichen Wertbeitrag zum Unternehmenswert darstellen. Insofern kann der Realoptionsansatz bei der Bewertung von KMU eine sinnvolle Hilfsfunktion leisten.

2.5. Problemfelder

Es lässt sich festhalten, dass sämtliche Verfahren spezifische Vor- und Nachteile aufweisen und die Grundsätze der Unternehmensbewertung (Bewertungseinheit, Zukunftsbezogenheit, Berücksichtigung von Unsicherheit und Risiken sowie Praktikabilität) in unterschiedlicher Güte erfüllen. Dies stellt zunächst eine grundsätzliche Feststellung dar. Denn die Grundsätze für die Bewertung eines Unternehmens sind zunächst einmal unabhängig von dessen Größe.

	Bewertungs- einheit	Zukunfts- bezogenheit	Berücksichtigung von Risiken/Unsicherheit	Praktikabilität
Multiplikatorverfahren	→	↘	↘	↑
Einzelbewertungsverfahren	↓	↓	↘	↗
DCF-Verfahren	↑	↗	↑	↗
Ertragswertverfahren	↑	↗	↗	→
Realoptionsansatz	↗	↑	↑	↘

Abb. 2: Beurteilung der gängigen Bewertungsverfahren

Durch die Unvollkommenheit der für die Unternehmensbewertung maßgeblichen Prognosen ergeben selbst theoretisch richtige Verfahren nicht praktikable Lösungen. Häufig werden auch Genauigkeiten vorgetäuscht, die aufgrund der Informationslage, der Vielzahl der möglichen externen Einflüsse und der generell herrschenden Unsicherheit nicht gegeben sind.

Da gerade das Rechnungswesen bei KMU häufig nur bruchstückhaft die einzelnen Unternehmensbereiche und finanziellen Grundlagen erfasst, ergeben sich schon in der Aufbereitung dieser Daten und damit der Planungsgrundlage eine Vielzahl der entscheidenden Schwierigkeiten. Da KMU nur in wenigen Fällen über eine fundierte und integrierte Finanz-, Erfolgs- und Bilanzplanung verfügen, stellt schon die Erstellung einer sinnvollen und der Bewertung zugrunde zu legenden Planung eine wesentliche Hürde dar.

Auch die Bewertungssituation spielt eine wichtige Rolle. Denn im Regelfall stellt z.B. der Verkauf oder Kauf eines KMU für mindestens eine Seite der Beteiligten eine Ausnahmesituation dar, die nicht selten massive Auswirkungen auf die persönliche Situation mit sich bringt. Insofern spielen auch psychologische Aspekte eine Rolle im Hinblick auf die Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung. Spätestens in diesen Fällen erreichen die dargestellten Bewertungsverfahren ihre „natürlichen“ Grenzen.

3. Vorgehensweise bei der Bewertung von KMU

Die Betrachtung der verschiedenen Ansätze hat verdeutlicht, dass sämtliche Bewertungsverfahren spezifische Stärken und Schwächen aufweisen. Für eine praxiserhaltende und nachvollziehbare Unternehmensbewertung von KMU bildet das DCF-Verfahren eine sinnvolle Basis, wenn auch in der Anwendung der DCF-Methode einige Problemfelder im Hinblick auf die Besonderheiten bei KMU beachtet werden müssen. In Ergänzung zum DCF-Verfahren sollten aber auch die Vorteile der marktorientierten Unternehmensbewertung durch die Multiplikatormethode und im Einzelfall auch der Realoptionsansatz genutzt werden. Aus diesem Grund besteht eine sinnvolle Bewertung von KMU in der Regel aus einem Komplex von Bewertungsschritten.

Nachfolgend sollen wichtige Einzelprobleme dieser Vorgehensweise beleuchtet werden, die insbesondere die Anwendbarkeit des DCF-Verfahrens bei KMU betreffen.

3.1. Bereinigung und Aufbereitung der Finanzdaten

Insbesondere große Unternehmen werden häufig sehr stark auf die finanziellen Kennzahlen reduziert. Dies stellt bei grundsätzlicher Würdigung des Produktportfolios, des Branchenumfelds sowie der Chancen und Risiken eine sinnvolle Komplexitätsreduktion dar. Bei KMU erscheint diese Vorgehensweise allerdings nicht angemessen zu sein, da einzelne wichtige Detailspekte oft maßgebliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben und daher in der Bewertung berücksichtigt werden sollten.

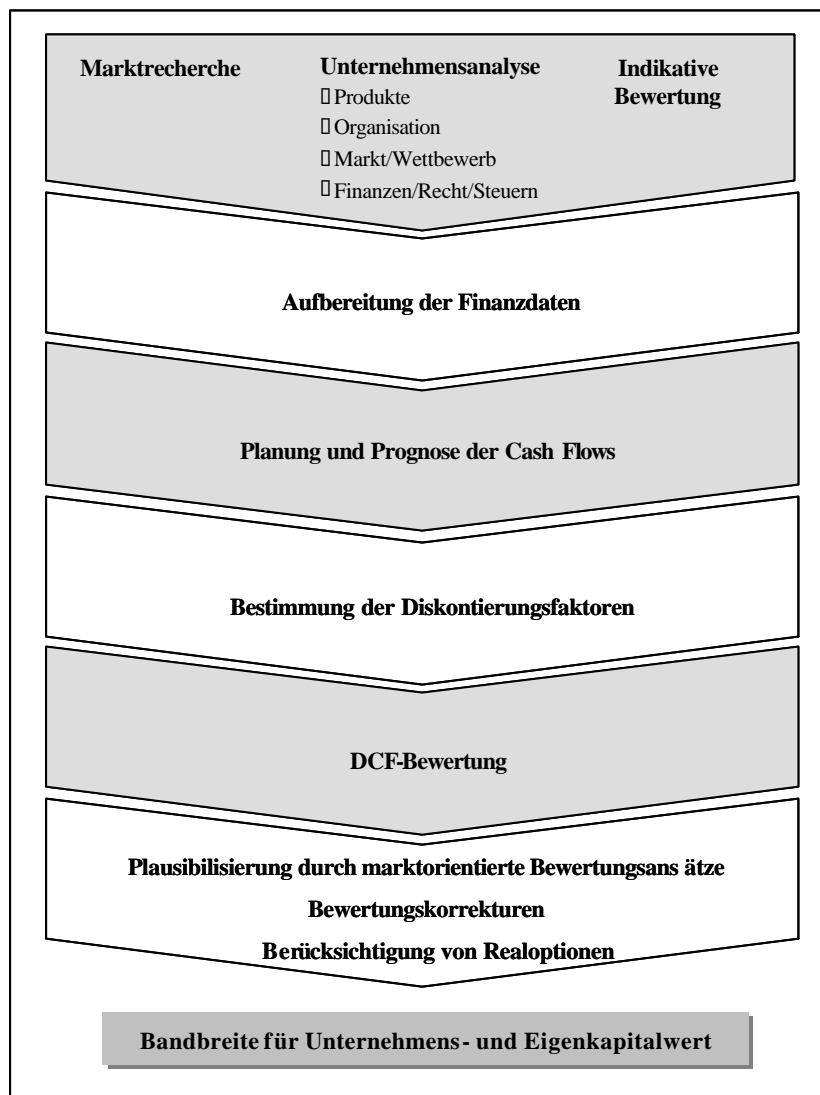


Abb. 3: Vorgehensweise bei der Bewertung von KMU

Insofern steht vor Beginn der Unternehmensbewertung bei KMU in jedem Fall eine umfassende Unternehmensanalyse. Ziel ist es, ein möglichst gutes Verständnis des Unternehmens zu erlangen, sinnvolle Veränderungen zu erkennen, aber auch Wertpotentiale, Chancen und Risiken zu identifizieren. In diesem Zusammenhang sollte vor allem die Stellung des Unternehmens innerhalb der Branche und der relevanten Zielmärkte herausgearbeitet werden, denn häufig verfügen KMU nur über unzureichende Informationen zu ihrer eigenen Marktstellung. In der Praxis empfiehlt sich eine Ein-Tages-Due-Diligence, die sowohl betriebswirtschaftliche, rechtliche als auch steuerliche Aspekte umfassen sollte. Ergänzend sind in jedem Fall Markt- und Branchenrecherchen durchzuführen. Im Allgemeinen empfiehlt sich auch eine frühzeitige indikative Bewertung des Unternehmens auf Basis des Multiplikatorverfahrens, um zu einer grundsätzlichen Wertschätzung des Unternehmens zu gelangen.

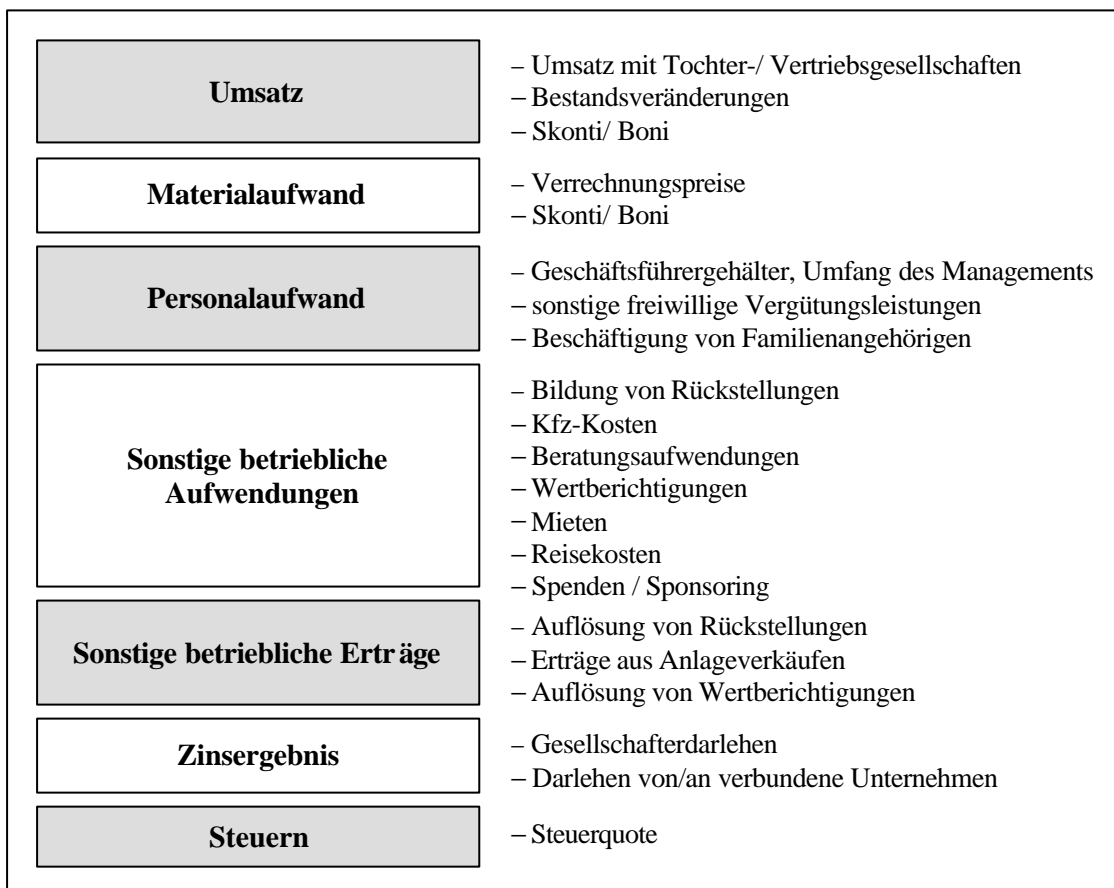


Abb. 4: Kritische Punkte bei der Aufbereitung der Finanzdaten (beispielhafte Darstellung)

In der Vielzahl der KMU ist das Rechnungswesen nur unzureichend institutionalisiert, während ein Großteil des Reportings extern erfolgt. So sind Steuerberater und Wirtschaftsprüfer in vielen Fällen die bevorzugten Ansprechpartner im Hinblick auf die Analyse des Rechnungswesens. In vielen Fällen existieren bei KMU nur steuerliche Jahresabschlüsse. Da einer Bewertung allerdings die wirtschaftlichen Ergebnisse zugrunde zu legen sind, ergibt sich die Notwendigkeit, eine Bereinigung um rein steuerlich motivierte Aufwendungen und Erträge vorzunehmen. Bei KMU bedarf es in diesem Zusammenhang außerdem einer kritischen Betrachtung bestimmter Aufwandspositionen, die (steuerlich akzeptierte) verdeckte Gewinnausschüttungen darstellen und daher bei einer wirtschaftlichen Betrachtung wieder dem Gewinn zuzurechnen sind. Teilweise sind aber auch operative Verbesserungsmöglichkeiten bspw. in der Preisverhandlungs- und Rabattpolitik oder der Lieferungs- und Zahlungspolitik zu identifizieren.

Neben der Analyse der Erfolgsrechnung sollte auch die Bilanz näher beleuchtet werden. Dabei sind insbesondere die Finanzverbindlichkeiten, Rückstellungen und nicht bilanziell erfasste Verpflichtungen und Risiken (z.B. Garantien, Bürgschaften, Rangrücktrittserklärungen, Prozessrisiken und Wertberichtigungen) näher zu betrachten. So existieren in vielen KMU z.B. Rangrücktrittserklärungen zugunsten von Tochtergesellschaften, die in der Bewertung berücksichtigt werden sollten. Meist ermöglicht die Änderung der Finanzierungsstruktur im Zuge eines Financial Engineering Optimierungspotential, das in die Wertermittlung einfließen sollte.

Auf der Aktivseite sind die immateriellen Vermögensgegenstände und stillen Reserven eingehend zu beleuchten. Viele KMU verfügen aufgrund der langen Unternehmensgeschichte (oft mehrere Generationen) über erhebliche stille Reserven, die im Rahmen einer Unternehmensbewertung gewürdigt werden sollten. Denn ein potentieller Erwerber kann durch einen Step-up (in Abhängigkeit von der gewählten Transaktionsform) maßgeblich von diesen stillen Reserven durch ein erhöhtes Abschreibungsvolumen profitieren. In diesem Zusammenhang wird auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen identifiziert, das getrennt bewertet werden muss. Des Weiteren sollte das Working Capital näher betrachtet und Optimierungspotentiale beleuchtet werden. Viele KMU verfügen über eine stark erhöhte Working Capital-Position, was auf erhöhte Vorratshaltung und ein häufig nicht professionell durchgeführtes Debitoren- und Kreditoren-Management zurückzuführen ist.

Am Ende der Unternehmensanalyse steht ein aufbereitetes Zahlenwerk, das als sinnvolle Planungsgrundlage dient und aus dem Ansatzpunkte zur Wertoptimierung deutlich herausgestellt werden. Allerdings reicht eine Betrachtung des Rechnungswesens allein nicht aus. Im Gegensatz zu Großunternehmen wird der Unternehmenswert bei KMU viel stärker von den einzelnen Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken beeinflusst, was ein ganzheitliches Verständnis des Unternehmens als Basis einer Unternehmensbewertung voraussetzt.

Insofern sollte die Unternehmensanalyse folgende Bereiche des Unternehmens umfassen, die im spezifischen Fall noch um besondere Einzelprüfungen erweitert werden können:

- Produkt- und Leistungsspektrum
- Produktion- und Leistungserstellung, Standorte
- Organisation und Management
- Recht & Steuern
- Kunden & Lieferanten
- Marktstellung & Wettbewerbsumfeld
- Marktentwicklung
- Zukunftsperspektiven

In der Praxis ist dies durch einen Bewertungsexperten allein praktisch nicht zu leisten. Insofern sind im Bereich von KMU zunehmend interdisziplinäre Teams mit Branchenexperten, Fachleuten aus den Bereichen Finanzen & Bewertung, Recht & Steuern in die Bewertung eingebunden.

Letztlich ergibt sich ein umfassendes Bild des Unternehmens bestehend aus:

- Finanz- und Bilanzanalyse (bereinigt)
- rechtlichen und steuerlichen Analysen
- Lageanalysen (z.B. durch Portfolio-Matrizen oder SWOT-Analysen)
- Marktanalysen und Beurteilungen des Wettbewerbsumfelds
- Darstellung der Werttreiber
- Personal- und Managementbeurteilungen
- Risikoanalysen
- Beurteilung der geplanten Strategien und Zukunftsperspektiven

Diese Gesamtanalyse bildet in der Folge eine wichtige Basis für die Beurteilung der Prognosen zur Markt- und Unternehmensentwicklung, für die Erstellung von Budgets und Planungsrechnungen und letztlich für die Schätzung der Cash Flows bis zum Planungshorizont.

3.2. Planung und Prognose des Cash Flow

Ein umfassendes und vertieftes Verständnis der Finanzdaten bildet eine gute Basis für die Unternehmensplanung, die letztlich der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung zugrunde gelegt wird. Allerdings verfügen nur wenige KMU über eine Mehrjahresplanung, die einer detaillierten Betrachtung im Rahmen einer DCF-Bewertung zugrunde gelegt werden könnte. Dies verdeutlicht die große Bedeutung der Unternehmensanalyse als Basis der Bewertung.

Zentrale Planungsgrößen sind in jedem Fall:

- Umsatz
- Materialaufwand & bezogene Leistungen
- Personalaufwand
- Sonstige betriebliche Aufwendungen
- Sonstige betriebliche Erträge
- Finanzergebnis
- Steuern

Die Umsatzentwicklung wird besonders vom externen Umfeld (Marktsituation, Produktlebenszyklus, Technologien etc.) geprägt, aber auch von den Marketingstrategien des Unternehmens. Häufig existieren in KMU nur wenige Informationen zur Umsatzstruktur, gleichfalls fehlen detaillierte Darstellungen, durch welche Maßnahmen die Umsatzziele erreicht werden sollen. Dies rührt vor allem bei stark auf Einzelpersonen bezogenen KMU daher, dass die Planung sich hauptsächlich im Kopf der Entscheider, seien es Eigentümer-Unternehmer oder Geschäftsführer, abspielt. Erstaunlicherweise kann immer wieder festgestellt werden, dass diese Einzelpersonen ein sehr gutes und genaues Gespür für die Markt- und Umsatzentwicklung haben, während beispielsweise andere Unternehmensebenen nur sehr bedingt Kenntnis von den Wachstumstreibern und Erfolgsgeheimnissen des Unternehmens besitzen. Aus diesem Grund gilt es, das Wissen der Entscheider transparent und in Zahlen greifbar zu machen und vor dem Hintergrund der allgemeinen Markt- und Branchenentwicklung zu plausibilisieren, aber auch Chancen und Risiken aufzuzeigen. Da für viele KMU einzelne Kunden oder Produkte eine hohe Umsatzbedeutung besitzen, sollte das damit verbundene Risiko in der Planung berücksichtigt werden. Insofern bieten sich grundsätzlich die Erstellung verschiedener Planungsszenarien bzw. Sensitivitätsanalysen an. Ferner sollte in jedem Fall berücksichtigt werden, ob die Umsatzplanung durch die vorhandenen Kapazitäten (Personal, Maschinen- und Raumausstattung, Organisationsstruktur etc.) bewältigt werden kann. Sinnvoll ist es in jedem Fall, sich im Zuge der Unternehmensanalyse ein genaues Bild über Marktvolumen in den Kernmärkten des Unternehmens und über Entwicklungsmöglichkeiten auf verschiedenen anderen (Wachstums-) Märkten, vor allem im Ausland, zu machen. Vor dem Hintergrund der geplanten Umsatzentwicklung sind besonders potentielle Verschiebungen der Kosten- und Organisationsstrukturen zu berücksichtigen. So werden bspw. viele kleine Unternehmen weitgehend vom Management

geführt, während die Teilbereiche nur wenig Autonomie besitzen. Im Zuge einer Expansion lässt sich eine solche Organisationsform häufig nicht aufrechterhalten, d.h. es müssen verantwortliche Bereichsleiter installiert werden, was insgesamt den Organisations- und Personalaufwand des Unternehmens überproportional erhöht. Diese Verschiebungen können bei KMU sehr stark auf die Kostenstrukturen wirken und sollten daher genau antizipiert werden. Über die personelle und organisatorische Ebene hinaus sind allerdings auch andere mögliche Kostentreiber wie Transaktionskosten (bei Auslandsexpansion), erhöhte Kosten im Rechnungswesen (bei Überschreiten der Größenkriterien) etc. in die Analyse einzubeziehen.

Der Materialaufwand und die Entwicklung der bezogenen Leistungen stellen eine ebenfalls stark extern geprägte Größe dar. Neben der Preisentwicklung auf den Beschaffungsmärkten stellen für KMU insbesondere die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten oder Nachunternehmern kritisch zu hinterfragende Themenkomplexe dar. Generell ist zu berücksichtigen, dass viele KMU nur über eine vergleichsweise geringe Einkaufsmacht verfügen, so dass die Entwicklung dieser Positionen sehr stark mit der allgemeinen Marktentwicklung korreliert.

Im Hinblick auf den Personalaufwand sind Optimierungspotentiale, aber auch notwendige Ausweitungen des Personalbestands zu berücksichtigen. Im Zuge eines potentiellen Ausscheidens des Eigentümer-Unternehmers ergeben sich häufig Personaldefizite in verschiedenen Bereichen, die durch hochqualifiziertes Personal ausgeglichen werden müssen. Denn die Neubesetzung dieser Management-Positionen bringt ggf. hohe Kosten mit sich, die in der Planung zu berücksichtigen sind. Im Hinblick auf die Ausweitung des Umsatzes, die Erschließung neuer Märkte, die Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen spezifizieren KMU häufig nicht genau die Auswirkungen dieser Maßnahmen und Entscheidungen auf das Personalwesen. Dies rührt daher, dass in KMU diese Sonderaufgaben häufig zusätzlich durch die Eigentümer-Unternehmer oder das Management getragen werden. Im Regelfall ist dies allerdings nicht realistisch, so dass entsprechende Mehrkosten berücksichtigt werden müssen. Bei KMU, die in Konzerne eingebunden sind, werden einige Management-Aufgaben, aber auch z.B. das Rechnungs- und Personalwesen, auf übergeordneten Unternehmensebenen erledigt. Da die Bewertung das Unternehmen auf Stand-alone-Basis erfasst, müssen die entsprechenden Dienstleistungen durch das KMU selbst oder externe Dienstleister erbracht werden, was zu maßgeblichen Verschiebungen der Kostenstruktur führen kann.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen bedarf es einer detaillierten Betrachtung der Einzelpositionen. Im Hinblick auf die antizipierte Umsatzentwicklung sollten Mehraufwendungen z.B. durch die Anmietung von neuen Betriebsgebäuden, dem Leasing von Maschinen etc. in die Planung einbezogen werden. Einmalige und außerordentliche Aufwendungen und Erträge (z.B. Bildung und Auflösung von Rückstellungen, Erträge aus Anlageverkäufen etc.) sollten nicht fortgeschrieben werden. Bei KMU enthalten diese Positionen viele der verdeckten Ausschüttungen und Leistungen an Gesellschafter, die in der Planung korrigiert werden sollten. Erfahrungsgemäß sind insbesondere die Positionen Mieten, KfZ-Kosten, Beratungskosten, Vertriebskosten sowie Managementumlagen (in Konzerngesellschaften) ihrer Höhe und Angemessenheit nach zu hinterfragen.

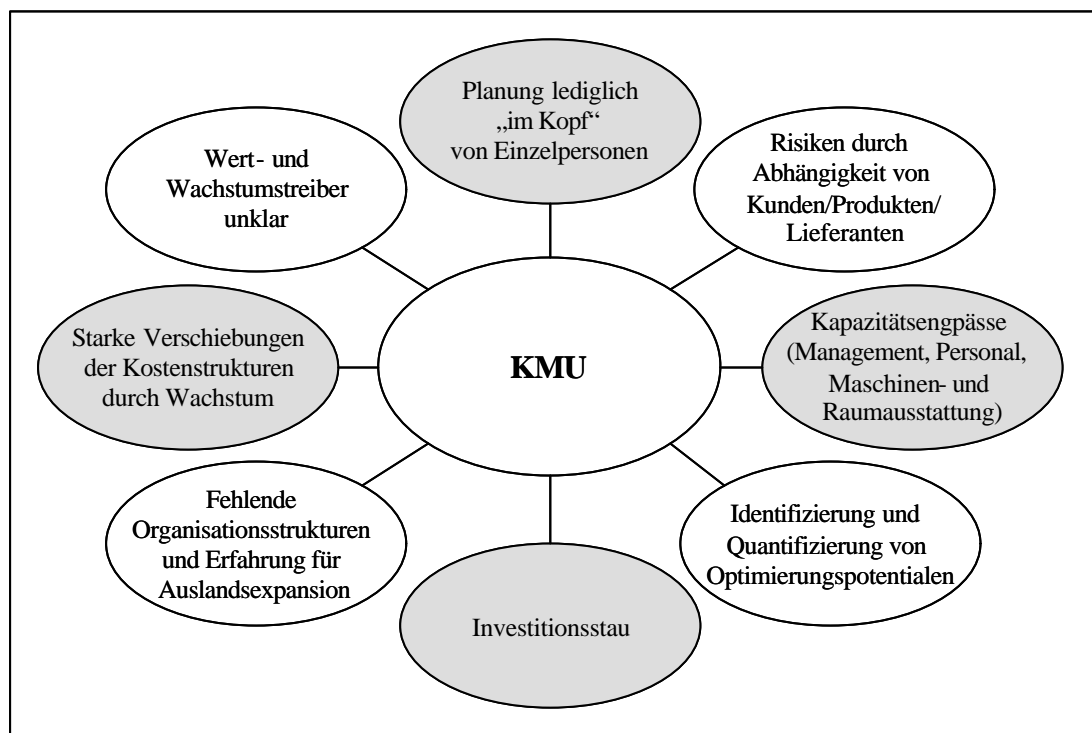


Abb. 5: Kritische Punkte bei der Planung des Cash Flow (beispielhafte Darstellung)

Die Planung des Finanzergebnisses (also Beteiligungserträge, Zinserträge und Zinsaufwendungen) sollte in Einklang mit der Bilanzplanung erfolgen. Da diese Position für die Berechnung des Free Cash Flows allerdings nur von untergeordneter Bedeutung ist, kann mit sinnvollen Annahmen operiert werden.

Die Steuerbelastung von KMU ist häufig außerordentlich niedrig, da durch die Wahl der Gesellschaftsform (z.B. Personengesellschaft) oder die Nutzung von Verlustvorträgen sowie verdeckten Gewinnausschüttungen regelmäßig die Steuerbelastung auf Unternehmensebene sehr stark reduziert werden kann. Bei der Bewertung sollte die Steuerbelastung der Vergangenheit allerdings nicht fortgeschrieben werden. Es bietet sich dagegen an, die voraussichtliche Gesellschaftsform nach Durchführung der Transaktion (inkl. Step-up-Potential) zugrunde zu legen und eine durchschnittliche Steuerbelastung zu berechnen. In den Unternehmenssteuersatz sollten prinzipiell die Gewerbeertragssteuer und die Körperschaftssteuer sowie der Solidaritätszuschlag einfließen.

Über die dargestellten Planungsgrößen hinaus sind zur Berechnung des Cash Flows insbesondere die folgenden Kennzahlen relevant:

- Investitionen
- Abschreibungen
- Working Capital
- Rückstellungen

Diese Positionen ergeben sich aus der Planungsbilanz. Häufig stellt die Erstellung einer Planbilanz bei KMU einen sehr großen Aufwand dar, da die meisten Unternehmen im Hinblick auf

die Entwicklung ihrer Bilanz nur sehr wenige eigene Vorstellungen haben. Dies liegt wiederum daran, dass nur in seltenen Fällen ein institutionalisiertes Rechnungswesen existiert, das die entsprechenden Planungen vornimmt. Grundsätzlich bieten sich daher zwei Möglichkeiten, entweder die Erstellung einer umfassenden Planungsbilanz durch den Bewertenden oder die Betrachtung der vier genannten Kennziffern als Werttreiber. Letzterer Ansatz hat sich in der Bewertungspraxis bei KMU als sinnvoller und häufig einzig möglicher Weg herausgestellt.

Im Hinblick auf die zukünftigen Investitionen und Abschreibungen bildet die Fortschreibung der bisherigen Abschreibungspläne die Basis der Planung. Darüber hinaus gilt es, den notwendigen Investitionsbedarf zur Erreichung der in der Planung berücksichtigten Umsatz- und Ertragsziele zu identifizieren und zu quantifizieren. Da bei M&A-Transaktionen von KMU nicht selten eine Aufdeckung wesentlicher stiller Reserven erfolgt, also ein Step-up, kommen ggf. stark erhöhte Abschreibungsmöglichkeiten in Betracht.

Das Working Capital sollte in der weiten Definition, also in der Zusammensetzung aus den Bilanzpositionen Vorräte, Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (abzgl. geleisteter bzw. erhaltener Anzahlungen) sowie sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten, berechnet werden. Es bietet sich eine relative Betrachtung in Abhängigkeit vom Umsatz an, wobei insbesondere die Entwicklung des Working Capital in der Vergangenheit Anhaltspunkte zur Entwicklung dieser Position in der Zukunft liefert. Für KMU prägend sind vergleichsweise hohe Vorratsbestände, ein häufig nicht institutionalisiertes Forderungsmanagement, Wertberichtigungsbedarf und hohe kurzfristige Verbindlichkeiten aufgrund angespannter Liquiditätsslage. In die Betrachtung des Working Capital sollten neben den gegebenen Optimierungspotentialen im Debitoren- und Kreditoren-Management vor allem auch allgemeine Branchentendenzen berücksichtigt werden. So werden vor allem KMU in Zulieferbereichen durch ihre Endkunden häufig zu erhöhter Lagerhaltung angehalten, um just-in-time lieferfähig zu sein. Auch saisonabhängige und konjunkturelle Schwankungen, von denen KMU sehr stark betroffen sein können, sollten beachtet werden.

Die Veränderung der Rückstellungen kann im Regelfall entsprechend der historischen Entwicklung fortgeschrieben werden. Die in der Unternehmensanalyse gewonnenen Kenntnisse hinsichtlich der Höhe und Angemessenheit der Rückstellungen sollten zudem in die Planung einfließen. Für KMU besitzen primär Steuer-, Gewährleistungs- und personalbezogene Rückstellungen hohe Relevanz. Ein kritisches Thema ist in der Praxis immer wieder die Höhe der Rückstellungen für Handelsvertreter bei KMU mit entsprechenden Vertriebsstrukturen, insbesondere wegen unterschiedlicher Vorschriften im Handels- und Steuerrecht.

Die Planung ist abschließend auf ihre Finanzierbarkeit zu prüfen. Dies kann durch eine Kapitalflussrechnung und darauf basierende Betrachtung der Liquiditätsentwicklung erfolgen. Sinnvollerweise sollten auch Planungsabweichungen und daraus resultierende Auswirkungen auf die Finanzierung simuliert werden (Sensitivitätsanalyse). Da der Zugang von KMU zu Fremdkapital und alternativen Finanzierungsquellen in der Regel stärker eingeschränkt ist als dies bei Großunternehmen der Fall ist, hat es sich als zweckmäßig erwiesen einen großzügigen Liquiditätspuffer vorzusehen.

Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
- Adaptierte Steuern auf das EBIT (Unternehmenssteuersatz x EBIT)
<hr/>
+ Abschreibungen
+ Erhöhung (-Verminderung) der Rückstellungen
<hr/>
= (operativer) Brutto Cash Flow
- Capex (Investitionen in das Anlagevermögen, inkl. M&A)
- Erhöhung (+ Verminderung) des Working Capital
<hr/>
= Operativer Free Cash Flow

Abb. 6: Berechnung des Free Cash Flow

Die Berechnung der Cash Flows erfolgt sodann standardmäßig nach der in der Abbildung dargestellten Formel.

3.3. Bestimmung der Diskontierungsfaktoren

KMU weisen die Besonderheit auf, dass ein Käufer die Kapitalstruktur im Regelfall leicht verändern kann. Erstaunlicherweise tendieren KMU häufig zu den Extremen, also weitgehende Eigenkapitalfinanzierung oder sehr hoher Fremdfinanzierungsanteil. Insofern wird der Erwerber in den meisten Fällen die Kapitalstruktur verändern um Wertpotentiale in der Finanzierung zu realisieren, z.B. durch einen LBO oder die Ablösung von Bankverbindlichkeiten durch hybride Finanzierungsformen bzw. Eigenkapitalerhöhung.

Insofern bietet sich für die Bewertung von KMU in jedem Fall die Gesamtkapitalmethode (Entity Approach) an. Zunächst wird der Unternehmenswert berechnet, von dem die Nettofinanzverbindlichkeiten (Zinstragende Verbindlichkeiten – Liquide Mittel) und die Pensionsrückstellungen abgezogen werden, um den Eigenkapitalwert zu berechnen. Zur Bestimmung des Diskontierungssatz hat sich die Verwendung der WACC-Methode als praktikabel herausgestellt. Wie bereits dargestellt, wird die WACC-Methode aufgrund ihrer theoretischen Basis, des kapitalmarktorientierten CAPM-Ansatzes häufig als nicht praktikabel für KMU dargestellt. Allerdings gibt es in der Praxis gute und sinnvolle Bewertungskorrekturen, die diesen Einwänden Rechnung tragen können.

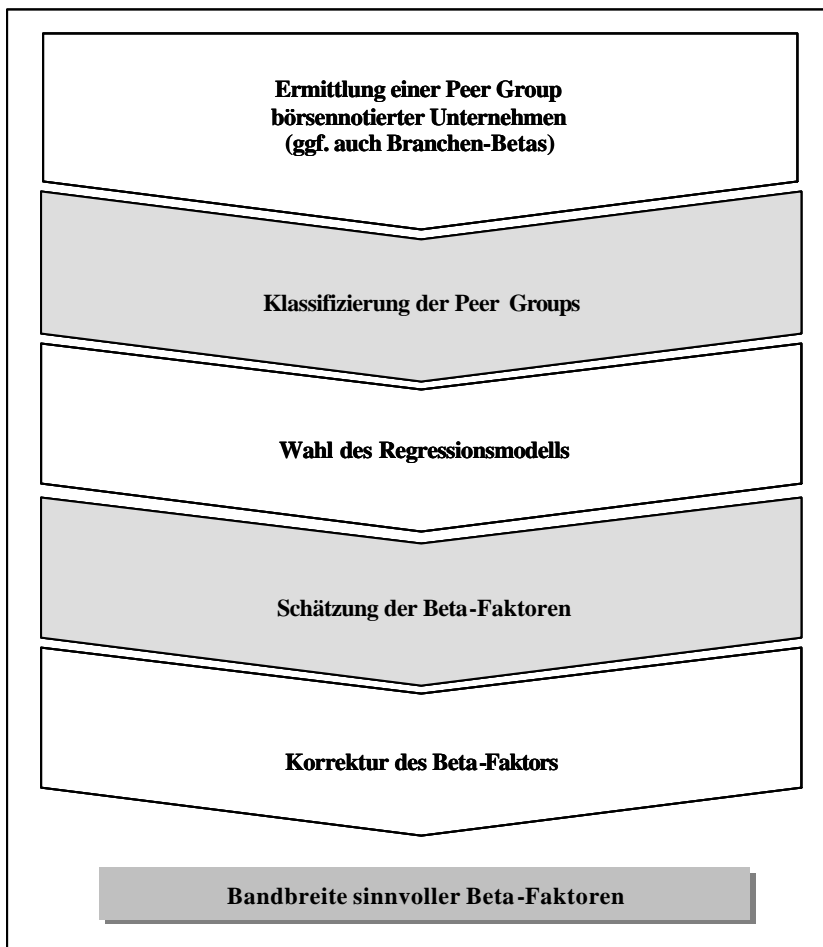


Abb. 7: Vorgehensweise zur Ermittlung des Betas bei KMU

Grundsätzlich werden die WACC lehrbuchmäßig berechnet. Neben der heutigen Kapitalstruktur sollte aus den genannten Gründen auch die (antizipierte bzw. gewünschte) Zielkapitalstruktur des potentiellen Erwerbers in der Berechnung einer Bandbreite verschiedener Diskontierungsfaktoren berücksichtigt werden. Die Ermittlung der Beta-Faktoren erfolgt üblicherweise durch die Betrachtung einer Peer Group von börsennotierten Unternehmen. Dabei erfolgt die Auswahl entsprechend der Kriterien Branche, Produkte, Größe, Ertragskraft, Kapitalstruktur und Marktposition. Da die Kapitalmarktstrukturen in der EU inzwischen weitestgehend angeglichen sind, sollte bei der Bewertung europäischer KMU dieser Gesamtmarkt in die Betrachtung einbezogen werden. Hierdurch steht eine breite Datenbasis bereit. Neben den bekannten Schwergewichten sind vor allem auch Nebenwerte in die Analyse einzubeziehen. Dies setzt eine gute Kenntnis der entsprechenden Indices in den wichtigsten europäischen Aktienmärkten voraus. Nach Auswahl der Peer Group bietet sich eine Klassifizierung entsprechend ihres Fits an. Diese Klassifizierung kann von einer ABC-Klassifizierung bis hin zu einer indexartigen prozentualen Gewichtung reichen. Für die entsprechenden Peer Groups sollten die Beta-Faktoren auf Basis einer Regression der Kursentwicklung gegen die Entwicklung des Marktindex geschätzt werden.

Der Marktindex kann der jeweilige Landesindex sein, ggf. kommen aber auch Small- und Mid-Cap-Indices oder europäische Gesamtindices als sinnvolle Marktschätzer in Frage. Als

praktikable Betrachtungsperiode sind ca. zwei Jahre (500-Tage-Betas) anzusetzen. Die Verwendung von „Jahres-Betas“ ist zwar grundsätzlich vorzuziehen, allerdings nicht praktikabel, wenn viele kleine Unternehmen in der Peer Group enthalten sind. Denn dann sollten nicht tägliche, sondern wöchentliche oder sogar monatliche Intervalle in der Regression benutzt werden, um den „non-trading bias“ zu reduzieren. Die resultierende schlankere Datenbasis erfordert eine längere Betrachtungsperiode, damit signifikante Schätzungen möglich werden. Sofern die Betrachtung weiter fundiert werden soll, kann die Regressionsgleichung auch um Fundamentalfaktoren erweitert werden, was allerdings für KMU im Regelfall nicht notwendig ist. In der Praxis stehen eine Reihe von (gebührenpflichtigen) Informationsquellen zur Verfügung, die die Möglichkeit bieten, Beta-Faktoren für frei wählbare Zeitintervalle und unterschiedliche Indices berechnen zu lassen.

Bei den ermittelten Beta-Faktoren handelt es sich um sog. levered Betas (also Betas der verschuldeten Vergleichsunternehmen), insofern sollten die Betas vor der Aggregation „delevered“ werden, um sie später auf das zu bewertende Unternehmen zu „releveren“. Da dieser Prozess mit einigem Arbeitsaufwand verbunden ist, kann ggf. auf das Delevern und Relevern verzichtet werden, sofern die Vergleichsunternehmen weitgehend ähnliche Kapitalstrukturen wie das KMU aufweisen.

Die geschätzten Betas sollten entsprechend der Klassifizierung gewichtet werden. Hieraus wird der auf das KMU anzuwendende Beta-Faktor bzw. eine Bandbreite von Beta-Faktoren ermittelt. Um der fehlenden Fungibilität der Anteile von nicht-börsennotierten KMU und den mit dem Verkauf von Unternehmensanteilen verbundenen Transaktionskosten Rechnung zu tragen, muss der Beta-Faktor um diese Abweichungen vom „CAPM-Idealmodell“ korrigiert werden. Dies kann durch einen Aufschlag auf den Beta-Faktor vollzogen werden. Je nach Bedeutung der genannten Aspekte für das zu bewertende Unternehmen sollte dieser in einer Bandbreite zwischen 0,1 und 0,5 liegen. Durch diese Bewertungskorrektur kann der Kritik an der Verwendung des CAPM-Modells für KMU und auch dem empirisch beobachtbaren Size-Effekt Rechnung getragen werden.

Eine einfachere, aber deutlich ungenauere Methode stellt die Verwendung von Branchenbetas dar. Hierbei sollte die betrachtete Branche möglichst genau eingegrenzt werden. Bei KMU die in verschiedenen Branchen tätig sind oder bei denen eine Abhängigkeit zu bestimmten Branchen besteht, sollten die entsprechenden Branchen mit Gewichtung hinsichtlich deren Bedeutung für das Unternehmen in die Betrachtung mit einfließen.

Die Berechnung und Festlegung der Marktrisikoprämie, des risikofreien Zinses und des Tax Shields weicht bei der Bewertung von KMU grundsätzlich nicht vom allgemeinen Vorgehen und von der allgemeinen Praxis ab. Lediglich für den Spread kann in bestimmten Fällen eine erhöhte Zinsspanne zwischen risikofreiem Zins und Fremdfinanzierungskosten veranschlagt werden, da für viele KMU der Zugang zu Fremdkapital deutlich teurer ist als für Großunternehmen.

Der Einwand, dass die Anwendung des CAPM-Modells auf KMU nicht sinnvoll ist, da für die Eigentümer von KMU aufgrund der starken Bindung von Geld- und Humankapital im Unternehmen eine Risikodiversifikation im Sinne dieses Modells nur äußerst eingeschränkt möglich sei, ist zwar theoretisch richtig, für die Praxis allerdings nicht von hoher Relevanz.

Für den Eigentümer von KMU müsste seine subjektive Risikoeinschätzung aufgrund der fehlenden Risikodiversifikation theoretisch immer viel höher ausfallen als die des Marktes,

woraus aus dessen Sicht ein höherer Diskontierungsfaktor und damit letztlich ein geringerer Unternehmenswert resultieren würde. Im Gegensatz dazu fiel die Einschätzung des Marktes hinsichtlich des Unternehmenswertes immer höher aus als die des Eigentümers, da das Risiko wegen der möglichen Risikodiversifikation geringer beurteilt würde. In der Praxis besitzt der Eigentümer von KMU in nahezu 100 % der Fälle eine Einschätzung über den Unternehmenswert, die weit über der marktbasierten Unternehmensbewertung liegt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Eigentümer sein persönliches Risiko als besonders niedrig einschätzt, weil er – solange er sich in einer Management-Position befindet – zumindest subjektiv durch seine unternehmerischen Entscheidungen das Risiko begrenzen kann. Insofern ist das Prinzip der Risikodiversifikation auch für KMU durchaus gegeben. Dies entspricht im Grunde einer nicht modellgerechten Risikodiversifikation auf Unternehmensebene, die sich auch bei Großunternehmen findet und dort im Regelfall durch den Markt mit einem Konglomeratsabschlag „bestraft“ wird. Ferner sind subjektive Wertschätzungen zu berücksichtigen, die im nächsten Kapitel noch näher betrachtet werden sollen.

3.4. Plausibilisierung durch Multiplikatoren

Die Probleme der Bewertung mit Multiplikatoren wurden bereits eingehend betrachtet. Für KMU besteht die hauptsächliche Problematik in der Auswahl einer sinnvollen Peer Group. Da in der Praxis die Bewertung mit Multiplikatoren insbesondere zur Plausibilisierung der DCF-Bewertung angewandt wird, kann die für die Berechnung des Beta-Faktor zugrunde gelegte Peer Group auch als Basis für die Ermittlung der Multiplikatoren genutzt werden.

Dies verdeutlicht, dass die fundierte Auswahl der Peer Group einen sinnvollen Analyseschritt darstellt, der der Gesamtbetrachtung der Bewertung zugute kommt. Bei der Multiplikatorbewertung ist zu berücksichtigen, dass bei KMU ein Illiquiditätsabschlag gegenüber börsennotierten Unternehmen vorzunehmen ist. Sofern hingegen vergleichbare Transaktionen nicht-börsennotierter Unternehmen in die Betrachtung einbezogen werden, kann diese Bewertungskorrektur entfallen.

Theoretisch sollten die Ergebnisse der DCF-Bewertung nur marginal von den marktüblichen Bewertungen per Multiplikatorverfahren abweichen. Das wäre zumindest der Fall, wenn das zu bewertende Unternehmen in seinen Merkmalen und der erwarteten Entwicklung weitestgehend der Peer Group entspricht. In der Praxis zeigen sich allerdings häufig starke Abweichungen zwischen dem Ergebnis der DCF-Bewertung und den Wertermittlungen per Multiplikatormethode. Dies kann insbesondere auf optimistische Wachstumsszenarien für das KMU und den hohen Stellenwert des Terminal Value für den Unternehmenswert zurückgeführt werden. Daher sind aus einer DCF-Bewertung ermittelte Wertbandbreiten in einigen Fällen bei realistischer Betrachtung am Markt nicht erzielbar, da der Gesamtmarkt und daher auch die potentiellen Erwerber ggf. eine negativere Sicht der zukünftigen Entwicklung besitzen. Insofern kommt der Plausibilisierung der DCF-Bewertung ein hoher Stellenwert zu, um die ermittelten Wertbandbreiten auch marktmäßig abzugleichen.

Sofern die Plausibilisierung hohe Wertabweichungen zwischen Marktbewertung und DCF-Bewertung ergibt, sollten grundlegende Annahmen der DCF-Bewertung auf ihre Sinnhaftigkeit vor dem Hintergrund der Marktbewertung kritisch hinterfragt werden. Neben den Annahmen der Planung sind dabei insbesondere die Höhe der WACC und vor allem auch die Höhe der

ewigen Wachstumsrate zu betrachten. Für ein KMU wird im Regelfall kein ewiges Wachstum von mehr als 3 % zu erzielen sein. Grundsätzlich sollte ein moderates ewiges Wachstum zugrunde gelegt werden, bspw. in einer Größenordnung von 0,5 % bis 2,5 %.

Im Gegensatz zu Großunternehmen erscheint die theoretische Begründung einer ewigen Wachstumsrate für KMU noch schwieriger. Dies liegt daran, dass die Wachstums- und Ertragsszenarien von KMU üblicherweise durch die flexible Reaktion auf Marktveränderungen entstehen, womit sich KMU in (Nischen-)Märkten strategische Vorteile gegenüber größeren Unternehmen sichern. Insofern sollte die Bedeutung des Terminal Value für den Unternehmensgesamtwert begrenzt werden. Als sinnvolle Möglichkeit zur Lösung dieser Problematik bietet sich ein dreistufiges Modell mit einer Detailplanungsphase von 3 bis 5 Jahren, einer Prognosephase von 5 bis 7 Jahren und einem ewigen Wachstum ab dem 10-ten Jahr an. Sofern das KMU über die Planung hinausgehende Wachstumsszenarien verfügt, können diese Handlungsmöglichkeiten im Einzelfall über die Modellierung und Bewertung mittels des Realloptionsansatzes in die Bewertung einfließen. Dies sollte dann erwogen werden, wenn sich dem Unternehmen klar definierbare Handlungsoptionen anbieten, die auch für den potentiellen Erwerber einen Wert darstellen würden.

3.5. Bewertungsverfahren

Abschließend lässt sich festhalten, dass das Bewertungsverfahren bei KMU folgende Schritte umfasst:

- Unternehmensanalyse
- Bereinigung der Finanzdaten
- Erstellung der Planungsrechnung
- Bestimmung des Diskontierungssatzes (WACC)
- Bewertung mittels DCF-Methode
- Plausibilisierung der Ergebnisse durch Multiplikatoren
- Bewertungskorrekturen
- Berücksichtigung von Realoptionen
- Ermittlung einer Bandbreite für Unternehmenswert und Eigenkapitalwert

Sinnvollerweise sollte am Ende der Unternehmensbewertung nicht ein Wert X, sondern eine angemessene Wertbandbreite stehen, die auch den Verhandlungsspielraum abgrenzen soll. Vom ermittelten Unternehmenswert kommen neben den im Rahmen der DCF-Bewertung vorgenommenen Korrekturen auch noch Bewertungszu- und -abschläge. Im Regelfall sollte auch an dieser Stelle der Illiquidität von KMU Rechnung getragen werden.

4. Kaufpreisverhandlung und Emotion – Grenzen der Bewertung

Die Ermittlung des Unternehmenswertes bei KMU weist Besonderheiten auf, denen durch einige spezielle Herangehensweisen und Modifikationen Rechnung getragen werden kann. Al-

lerdings werden beim Kauf und Verkauf von KMU viel schneller die Grenzen der Bewertung erreicht, da spätestens im Verhandlungsprozess psychologische und emotionale Aspekte eine besondere Bedeutung erlangen. Dies kann dazu führen, dass die „objektive“ Unternehmensbewertung nur noch fragmentarisch einen Einfluss bei der endgültigen Kaufpreisfindung besitzt.

Selbstverständlich sind diese Phänomene auch bei Großunternehmen zu beobachten, insbesondere dann, wenn starke Charaktere in Verhandlungen aufeinander prallen oder die handelnden Vorstände von Publikumsgesellschaften mit außerordentlichen Sondersituationen konfrontiert sind, wie z.B. im Rahmen feindlicher Übernahmen. „Normale“ M&A-Transaktionen werden hingegen überwiegend von Investmentbanken und großen Beratungshäusern bzw. M&A-Abteilungen von Konzernen abgewickelt. Wenngleich auch in diesen Bereichen Emotionen und psychologische Aspekte nicht unwesentlich sind, herrscht trotzdem ein hohes Maß an Rationalität und Routine vor.

Im Bereich von KMU stellt eine M&A-Transaktion hingegen im Regelfall eine Ausnahme-situation zumindest für eine der beteiligten Verhandlungsparteien dar. In diesem Kontext sollen nachfolgend einige wichtige Aspekte aufgezeigt werden, die nicht selten die Unternehmensbewertung an ihre Grenzen kommen lassen.

4.1. Bewertung und Preisfindung

Ein Unternehmenswert bildet sich immer aus der Perspektive des Verkäufers und der Sicht des potentiellen Käufers. Insofern stellen die in der Unternehmensbewertung ermittelten Eigenkapitalwerte bzw. Kaufpreisunter- und -obergrenzen lediglich den Einigungsspielraum dar. Innerhalb dieses Einigungsspielraums können sich die Verhandlungsparteien auf einen Preis einigen, der den endgültigen Kaufpreis darstellt.

In diesem Zusammenhang werden im Regelfall die Grundlagen der Bewertung zwischen den Verhandlungsparteien nochmals diskutiert. Erfahrungsgemäß stehen dabei insbesondere die ermittelte wirtschaftliche Basis, die Planung sowie in vielen Fällen auch die üblichen Marktpreise (anhand vergleichbarer Unternehmen oder Transaktionen) zur Diskussion. Die Einigung auf einen Kaufpreis hängt somit stark vom Verhandlungsgeschick und der -taktik der Gesprächsparteien ab. Zunächst wird in Verhandlungen über Unternehmenswerte gesprochen, die regelmäßig Argumentationswerte darstellen, also die eigene Position unterstützen sollen. Insofern werden die Bewertungs- und Planungsszenarien in unterschiedlicher Weise betrachtet. Meist finden im Zuge von langwierigen Verhandlungen sukzessive Einigungsprozesse bspw. über das zugrunde zu legende Zahlenwerk oder die Berücksichtigung bestimmter wertbeeinflussender Faktoren statt. Dies stellt häufig einen Prozess des Gebens und Nehmens dar, bis letztlich eine Einigung auf einen Kaufpreis erzielt werden kann. Dieser muss nicht notwendigerweise in der Mitte liegen, sondern kann in Abhängigkeit des Verhandlungsgeschicks und der Stichhaltigkeit sowie Fundiertheit der Argumente auch tendenziell günstiger für Käufer oder Verkäufer ausfallen.

Neben der Bewertung kommen in den Vertragsverhandlungen beim Kauf und Verkauf von KMU weitere Komponenten hinzu, die die Attraktivität eines Angebots maßgeblich beeinflussen können, da sie implizit als Bewertungskorrekturen auf den Kaufpreis anzusehen sind. Dies können bspw. verzögerte Kaufpreiszahlungen im Rahmen von Earn-out-Modellen oder zu erbringende Rückbeteiligungen, Verkäuferdarlehen, umfangreiche Verkäufergarantien oder

auch der Verbleib in einer Management-Position durch die Alteigentümer über einen definierten Zeitraum sein. Diese Komponenten sind häufig nur sehr schwer monetär zu bewerten, da insbesondere Verkäufergarantien häufig sehr abstrakte Risiken absichern sollen. Grundsätzlich sollte allerdings die monetäre Wirkung von vertraglichen Komponenten indikativ qualifiziert werden. So sollte bspw. bei einem Earn-out-Modell der Barwert dieser Zahlungen sinnvoll beziffert werden. In diesem Zusammenhang ist in Abhängigkeit vom Erwerbermodell regelmäßig ein Diskontierungssatz angemessen, der von den der ursprünglichen Bewertung zugrunde gelegten WACC abweichen kann. Soweit möglich, sind auch Risiken infolge bestimmter vertraglicher Regelungen (insbesondere steuerlicher Art) zu erfassen und mit ihrem Ertragswert zu quantifizieren.

Letztlich ergibt sich für den Verkäufer ein Kaufpreis der sich aus dem vertraglich vereinbarten Kaufpreis sowie den (negativen) Wertbeiträgen bestimmter vertraglicher Komponenten zusammensetzt. Insofern relativiert sich in vielen Fällen die vergleichsweise hohe Präzision und Genauigkeit einer Unternehmensbewertung im Verhandlungsprozess, da der Verkäufer oftmals mit vertraglichen Regelungen konfrontiert wird, die einen maßgeblichen Werteeinfluss besitzen.

Hier wird ein eklatanter Unterschied zwischen börsennotierten Gesellschaften und nicht-börsennotierten Gesellschaften deutlich, denn über die Börse erfolgt der Kauf und der Verkauf von Unternehmensanteile lediglich durch Kaufpreiszahlung und dem damit verbundenen Übergang des Eigentums. Im Gegensatz dazu tritt bei nicht-börsennotierten Unternehmen, die zum Großteil KMU sind, ein umfassendes Vertragswerk neben die eigentliche Kaufpreiszahlung. Insofern kommt der engen Zusammenarbeit von Bewertungsexperten, Rechtsanwälten und Steuerberatern in M&A-Transaktionen im Bereich KMU eine entscheidende Rolle zu.

4.2. Bewertungssituation, Motivation und Emotion

Empirische Untersuchungen zeigen eine große Bedeutung des Gewinnziels in kleinen und mittleren Unternehmen. Allerdings werden von vielen Unternehmern nicht ausschließlich Gewinnziele verfolgt. Andere, mittelbare oder nicht monetäre Ziele, besitzen ebenfalls eine große Bedeutung. Neben rein finanziellen Zielsetzungen sind noch andere ökonomische Zielsetzungen denkbar, wie z.B. eine angestrebte Erhöhung des Marktanteils oder die Übernahme eines Konkurrenten. Aber auch soziale und sittlich-ethische Zielsetzungen beeinflussen in besonderem Maße unternehmerisches Handeln.

KMU sind oft stark geprägt von den dahinterstehenden Eigentümern, da diese meist maßgeblich in der Unternehmensführung tätig sind. Bei einem Verkauf der Firma scheiden diese Schlüsselfiguren kurzfristig aus dem Unternehmen aus und hinterlassen u.U. eine große Führungs- und Kompetenzlücke mangels zweiter Führungsebene. Dies wird sich im Regelfall auch in der Bewertung niederschlagen. Daneben findet gerade in unternehmergeführten KMU eine starke Verbindung der persönlichen Ziele mit den Unternehmenszielen statt. So betrachten viele Unternehmer ihre Unternehmen als Teil ihres Lebenswerkes und verfügen aus dieser Position heraus über persönliche Wertvorstellungen, die sich in vielen Fällen bei objektiver Betrachtung der Gesellschaft nicht nachvollziehen und begründen lassen. Insofern dienen Unternehmensbewertungen durch Berater in vielen Fällen auch der Rationalisierung der persönlichen Wertauffassung der Eigentümer.

Kennzeichnend für KMU sind auch sehr stark schwankende Auffassungen über den Unternehmenswert, die sich weniger aus der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens bzw. der Marktlage erklären lassen, sondern der momentanen Einstellung der Eigentümer zum Unternehmen entspringen. So kann für einen Unternehmer das KMU mit zunehmenden Alter auch eine physische und psychische Belastung darstellen, die in die subjektive Wertauffassung Eingang findet. Da andererseits das Unternehmen für viele Unternehmer die Basis der Altersversorgung ist, sind mit dem Unternehmensverkauf auch existentielle Ängste verbunden, die häufig zu Kaufpreiserwartungen führen, die in keinsten Weise einen objektiv zu ermittelnden Unternehmenswert reflektieren. Diese Beispiele verdeutlichen die Schwächen an der häufig propagierten subjektiven Unternehmensbewertung und zeigen zugleich die Stärken des DCF-Verfahrens. Im DCF-Verfahren werden diese subjektiven, aber vielleicht unrealistischen Einschätzungen durch kapitalmarktbezogene Kennziffern und Bezugsgrößen ersetzt. Daher ergibt sich ein weitaus realistischeres Bild vom Unternehmenswert, das letztlich auch eine Einigung zwischen Käufer und Verkäufer ermöglicht.

Zusammenfassend lässt sich trotzdem feststellen, dass die Berücksichtigung ausschließlich monetärer Ziele bei der Unternehmensbewertung nicht angemessen ist. Eine Berücksichtigung anderer Zielsetzungen stellt solange keine Schwierigkeit dar, wie sich die angestrebten Zielgrößen in monetären Größen beziffern lassen. Im Regelfall ist dies möglich für wertverändernde Umstrukturierungen wie Teilveräußerungen, Abspaltungen, Rationalisierungen oder Stilllegung von Verlustquellen, die Umgestaltung der rechtlichen Struktur oder Veränderungen der Finanzierungsstruktur. Problematisch ist aber die Berücksichtigung der emotional begründeten Ziele. Der Entscheidungsträger berücksichtigt diese Ziele als eine Art Nebenbedingung, die er neben das rationale betriebswirtschaftliche Kalkül stellt. Gerade bei Übernahmen von kleinen und mittleren Unternehmen spielt diese emotionale Ebene eine große Rolle.

4.3. Die Unternehmensbewertung als Korrektiv

Im Zusammenhang mit den verschiedenen Nebenaspekten in der Einschätzung über den Unternehmenswert und psychologischen sowie emotionalen Faktoren kommt der Unternehmensbewertung die Funktion als notwendiges Korrektiv zu.

Soweit möglich sollte die Unternehmensbewertung sämtliche wertbildenden Faktoren erfassen und einen fundierten und rational zu begründenden Unternehmenswert und damit zu erzielenden Kaufpreis darstellen. Dies wird im Regelfall durch das beschriebene Bewertungsverfahren in Kombination von zahlungsorientierter, marktorientierter und ggf. an Handlungsmöglichkeiten ausgerichteter Bewertung erreicht. Besonderen Wertmerkmalen kann dabei durch Bewertungszu- und -abschlägen Rechnung getragen werden. Deswegen dient der Unternehmenswert dazu, die subjektiven Werteinschätzungen der Beteiligten zu relativieren und ihnen eine sinnvolle Orientierung für die Kaufpreisfindung zu geben.

Eine aussagekräftige und nachvollziehbare Unternehmensbewertung stellt zudem immer eine sinnvolle Ausgangsbasis für die Verhandlung dar, da sie hilft, die eigene Argumentation nachdrücklich und sinnvoll zu untermauern.

5. Schlussbetrachtung und Zusammenfassung

Die Betrachtung der Bewertung von KMU zeigt, dass sich die methodische Herangehensweise nicht grundsätzlich von der Bewertung größerer Unternehmen unterscheidet. Dabei scheint das DCF-Verfahren trotz gewisser Restriktionen ein sinnvoller Ansatz zu sein, insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmenden Internationalisierung, d.h. der Präsenz von internationalen Finanzinvestoren und strategischen Investoren in Deutschland sowie der Harmonisierung der Rechnungslegungsvorschriften.

Die Bewertung von KMU erfordert allerdings eine Reihe von Adaptionen und Modifikationen der einzelnen Bewertungsschritte im Gegensatz zur Bewertung von größeren Unternehmen. Als besonders entscheidend kann die eingehende Unternehmensanalyse und die Planungserstellung herausgestellt werden. Da KMU nur in seltenen Fällen über eine ausführliche und fundierte Planungsrechnung verfügen, bedarf es in dieser Hinsicht einer genauen Analyse und Prognose der zu erwartenden Umsatz- und Ertragsentwicklung mit den daraus resultierenden bilanziellen sowie liquiditätsmäßigen Veränderungen. Als sinnvolles Planungsmodell sollte das Drei-Phasen-Modell angewandt werden (mit einer Detailplanungsphase, der Prognosephase und dem Terminal Value). Der Anteil des Terminal Value am Unternehmensgesamtwert sollte bei KMU möglichst gering sein, da viele der operativen und strategischen Vorteile kleiner und mittlerer Unternehmen nicht langfristig aufrechterhalten werden können, sondern durch die flexible Reaktion auf Marktveränderungen entstehen.

Der Bestimmung der Diskontierungsfaktoren, d.h. der WACC, muss eine eingehende Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen vorausgehen, um aussagekräftige Beta-Faktoren ermitteln zu können. Auch bei der Bestimmung des Beta-Faktors bedarf es spezifischer Anpassungen. Der Unternehmenswert nach DCF-Verfahren sollte mit einem stärker marktorientierten Verfahren plausibilisiert werden, um auch eine unter Marktaspekten realistische Wertvorstellung zu erhalten. Gegebenenfalls müsste die Planung entsprechend korrigiert und vor dem allgemeinen Markthintergrund kritisch hinterfragt werden.

Neuere Bewertungsansätze wie der Realloptionsansatz verfügen über eine Vielzahl theoretischer Vorteile gegenüber den bislang gängigen Bewertungsverfahren und sollten daher auch bei der Bewertung von KMU angewandt werden. Allerdings stellt gerade die Bewertung mittels des Realloptionsansatzes einen relativ großen Mehraufwand dar, der bei KMU nur selten zu rechtfertigen ist. Daher sollte der Wertbeitrag einzelner wichtiger Handlungsmöglichkeiten von KMU durchaus in die Wertbestimmung einfließen, eine Gesamtunternehmensbewertung durch diese Methode scheidet im Regelfall allerdings aus.

Bei der Bewertung von KMU werden aufgrund der engen Bindung von Unternehmer oder auch Management an das Unternehmen häufig die Grenzen der Bewertbarkeit überschritten. Denn für die Wertschätzung eines KMU spielen auch nicht-monetäre Aspekte eine Rolle, die nicht sinnvoll quantifiziert werden können, und meistens lediglich aus Sicht einer involvierten Partei Gültigkeit besitzen. Spätestens in Kaufpreisverhandlungen treten zu diesen subjektiven Wertschätzungen noch emotionale Aspekte hinzu, die eine ursprünglich fundierte Unternehmensbewertung vollends hinfällig machen können.

Aus diesen Gründen gilt generell und insbesondere bei KMU die Erkenntnis, dass es einen objektiven und richtigen Kaufpreis für ein Unternehmen nicht gibt. Denn dieser ist letztlich ein subjektives Ergebnis im Rahmen des Verhandlungsprozesses. Eine fundierte, rational begründ-

bare und marktgerechte Unternehmensbewertung hilft allerdings, eine sinnvolle Orientierung zu geben, den angestrebten Kaufpreis zu untermauern und die Argumentationskraft zu stärken.

Literatur

- Bausch, Andreas: Die Multiplikator – Methode, in: *Finanz Betrieb*, 7-8, 2000, S. 448-459
- Behringer, Stefan: *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe*, Berlin, 1999.
- Börsig, Clemens/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): *Bewertung von Unternehmen*, Kongress-Dokumentation 56. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2002, Stuttgart, 2003.
- Chmielewicz, K.: Integrierte Finanz-, Bilanz- und Erfolgsplanung, in: Gebhardt, W./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handbuch des Finanzmanagements*, München, 1993, S. 43-66.
- Coenenberg, Adolf G.: *Jahresabschluß und Jahresabschlussanalyse*, 18. Aufl., Landsberg/Lech, 2001.
- Copeland, Thomas E./Koller, Tim/Murrin, Jack: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2.Aufl., New York, 1995.
- Damadoran, Aswath: *Valuation Multiples: First Principles*, Working Paper, New York 2000.
- Damadoran, Aswath: *Investment Valuation*, New York, 1996.
- Drukarczyk, Jochen: *Unternehmensbewertung*, 4. Aufl., München, 2003.
- Ernst, Dietmar/Schneider, Sonja/Thielen, Bjoern: *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen*, München, 2003.
- Europäische Kommission: *KMU-Definition*, http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_de.htm am 22. August 2003.
- Friedl, Gunther: *Der Realloptionsansatz zur Bewertung von Investitionen und Akquisitionen*, in: *MAR*, 2002.
- Gerwald, Mandl/Rabel, Klaus: *Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung*, Wien, 1998.
- Günterberg, Brigitte/Wolter, Hans-Jürgen: *Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002 – Daten und Fakten*, IfM-Materialie Nr. 157, Bonn, 2003.
- Hayn, Marc: *Bewertung junger Unternehmen*, 2. Aufl., Berlin, 2000.
- Helbling, Carl: *Bewertung von KMU*, in: *Der Treuhaender*, 11, 1996.
- Hommel, Ulrich/Pritsch, Gunnar: *Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz: Ein Implementierungsleitfaden für die Praxis*, in: *Finanzmarkt und Portfolio Management*, 13. Jg., 2, 1999, S. 121-144.
- Jansen, Stephan A.: *Mergers & Acquisitions*. Wiesbaden, 2000.
- Lange, Georg F./Ernst & Young (Hrsg.): *Mergers & Acquisitions in der Praxis*, Frankfurt am Main, 2001.
- Peemöller, Volker H. (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Berlin, 2002.
- Peemöller, Volker H./Meister, Jan M./Beckmann, Christoph: *Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung*, in: *Finanzbetrieb*, 4, 2002, S. 197-209.
- Peemöller, Volker H./Beckmann, Christoph: *Der Realloptionsansatz*, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, Berlin, 2001.

Schröder, Evelyn/Freund, Werner: Neue Entwicklungen auf dem Markt für die Übertragung mittelständischer Unternehmen, IfM-Materialie Nr. 136, Bonn, 1999. (vgl. dazu IfM Bonn: Unternehmensnachfolge ein aktuelles Thema, <http://www.ifm-bonn.org/ergebnis/136.htm> am 25. August 2003).

Schultze, Wolfgang: Methoden der Unternehmensbewertung, Düsseldorf, 2001.

Herausgeber und Autoren

Sören Abendroth

studierte nach Ausbildung zum Bankkaufmann Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Bankbetriebslehre an den Universitäten Hamburg und Lüneburg. Seit Dezember 2000 ist er für die BDO Deutsche Warentreuhand AG, Hamburg, im Bereich Wirtschaftsprüfung Banken & Finanzdienstleister tätig, derzeit als Prüfungsleiter. Im Rahmen prüfungsnaher Beratung hat er an verschiedenen Transaktionen im kreditwirtschaftlichen Sektor als Analyst mitgewirkt. Darüber hinaus arbeitet Herr Abendroth als externer Doktorand am Bankseminar Lüneburg der Universität Lüneburg an seiner Dissertation.

Dr. Christian Aders

absolvierte das Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Er ist seit 1993 bei KPMG in München. Er war zunächst drei Jahre im Bereich Assurance tätig, wo er Jahres- und Konzernabschlussprüfungen, Due Diligence-Prüfungen und Unternehmensbewertungen durchführte. Seit 1996 befasst sich Dr. Aders im Bereich Corporate Finance mit transaktionsbezogener Unternehmensbewertung, Fairness Opinion, Value Based Management, Wertanalysen und Analyse von Unternehmensplanungen und -strategien. Herr Dr. Aders ist Partner im Geschäftsbereich Financial Advisory Services, Lehrbeauftragter am Seminar für Rechnungswesen und Prüfung der LMU München sowie Mitglied des DVFA Arbeitskreis „Bewertungsmethoden“.

Kai Ammann

studierte nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann Volkswirtschaftslehre an der Georg-August Universität Göttingen. Seit Mai 2002 ist er wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft der Universität Göttingen.

Bernd Bätzner

ist Projektmanager im Bereich Corporate Finance/Mergers & Acquisitions bei Ernst & Young in Düsseldorf. Er verfügt über mehr als 5 Jahre Erfahrung in der Begleitung nationaler wie internationaler M&A-Transaktionen, der Vermittlung von Wachstumskapital, der strukturierten Finanzierung sowie der Unternehmensbewertung. Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann studierte er an der Fachhochschule Bochum Betriebswirtschaftslehre und qualifizierte sich zum CEFA[®]-Investmentanalyst/DVFA bzw. CIIA[®].

Martin Beck

studierte nach einer Ausbildung zum Industriekaufmann an der Fachhochschule Würzburg Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Controlling und Rechnungswesen. Seit 2001 ist er Mitarbeiter bei BDO Deutsche Warentreuhand AG in München. Sein Aufgabenschwerpunkt sind Unternehmens- und Immobilienbewertungen. Im Rahmen der Abschlussprüfungstätigkeiten betreut Martin Beck unter anderem den Immobilienbereich von Vermögensverwaltungsgesellschaften.

Dionysios Botsis

studierte Betriebs- und Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Athen, Hamburg und Wales (MBA) mit dem Schwerpunkt Finanzmanagement und Bankbetriebslehre. Seit Mai 2000 ist er für die BDO Deutsche Warentreuhand AG, Hamburg, im Bereich der Unternehmensberatung tätig und leitet den Branchenbereich Banken & Finanzdienstleister. Seine Schwerpunktthemen sind Transaktionsberatungen, Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Basel II.

Ulrich Breitenbücher

ist als Projektleiter für Mergers & Acquisitions bei der Landesbank Baden-Württemberg tätig. Zuvor war er mehrere Jahre Kundenberater im Bereich Firmenkunden. Ulrich Breitenbücher hat in Tübingen an der Eberhard-Karls-Universität Betriebswirtschaftslehre studiert. Er ist Lehrbeauftragter an der Berufsakademie Stuttgart. Der fachliche Schwerpunkt von Ulrich Breitenbücher liegt in der Beurteilung steuerlicher Rahmenbedingungen und deren Einfluss auf die Unternehmensbewertung.

Dr. Dr. Dietmar Ernst

ist als Investment-Manager bei der Süd Private Equity Management GmbH tätig. Zuvor war er über mehrere Jahre Projektleiter im Bereich Mergers & Acquisitions. Dietmar Ernst hat sowohl in Wirtschaftswissenschaften als auch Naturwissenschaften promoviert. Er ist Lehrbeauftragter und Dozent für Investment Banking am Lehrstuhl Finanzwirtschaft der Universität Stuttgart und Autor zahlreicher Veröffentlichungen, insbesondere im Bereich Unternehmensbewertung.

Markus Freiburg

studiert Wirtschaftswissenschaft an der Universität Witten/Herdecke und Contemporary European Studies an der University of Cambridge. Herr Freiburg ist Mitglied in der Projektgruppe Unternehmensbewertung am Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) der Universität Witten/Herdecke.

Alexander Granget

absolvierte das Studium der Wirtschaftswissenschaft an der Universität Hohenheim. Seit 2000 ist er Mitarbeiter von Dr. Ulrich Moser im Transaction Advisory Services/Valuation bei Ernst & Young AG in Stuttgart.

WP/StB Alfred Graßl

wurde 1985 als Steuerberater und 1987 als Wirtschaftsprüfer bestellt und verfügt über langjährige Erfahrungen im Prüfungs- und Rechnungswesen nationaler und internationaler Konzerne, insbesondere von Versicherungsunternehmen. Nach seiner Tätigkeit für ein Tochterunternehmen der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG trat Alfred Graßl 1993 als leitender Mitarbeiter in die BDO Deutsche Warentreuhand AG, Niederlassung München, ein und betreut unter anderem Unternehmen der privaten und gesetzlichen Versicherungswirtschaft. Zu seinen Aufgaben gehören auch die Durchführung von Unternehmensbewertungen, die Betreuung und Beratung bei Umstrukturierungen im Konzern und gleichgelagerte Problemstellungen im Corporate Finance Bereich, die Erstellung von Schiedsgutachten und die Beratung bei der Umstellung auf IAS oder US-GAAP.

Michael Haug

absolvierte ein Masterstudium mit dem Schwerpunkt Investment Banking an der Hochschule für Bankwirtschaft (HfB) in Frankfurt am Main. Als jahrgangsbester Masterabsolvent ist er Träger des Förderpreises der Interessengemeinschaft Frankfurter Kreditinstitute. Praktische Erfahrungen in der Corporate Finance-Beratung konnte Herr Haug bei der ING BHF-Bank in Frankfurt sammeln. Seit April 2003 ist er bei einer international führenden Prüfungs- und Beratungsgesellschaft in Stuttgart tätig.

Bruno Hohmann

absolvierte das Studium der Betriebswirtschaft mit den Schwerpunkten Finanzen und Wertschöpfungsmanagement an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt/Main. Schon während seines Studiums beschäftigte er sich eingehend mit den Themenkomplexen M&A und Corporate Finance. Praktische Erfahrungen im Bereich M&A sammelte er während und nach Ende seines Studiums bei der Investmentbank Credit Suisse First Boston. In Zusammenarbeit mit Credit Suisse First Boston legte er eine anerkannte Studie zu „Going-Private-Transaktionen durch Finanzinvestoren und Strategische Investoren“ vor. Seit 2002 ist Bruno Hohmann als Projektleiter bei der auf den Verkauf kleiner und mittlerer Unternehmen spezialisierten Unternehmensberatung Klein & Coll. beschäftigt.

Dr. Stephan A. Jansen

ist Präsident und Geschäftsführer der staatlich anerkannten ZEPPELIN UNIVERSITY gGmbH am Bodensee. Von 1998 bis 2003 hat er das von ihm gegründete „Institute for Mergers & Acquisitions (IMA)“ an der Universität Witten/Herdecke geleitet. Er war Visiting Scholar an der Stanford University (1999) und an der Harvard Business School (2000 – 2001). Er ist Chefredakteur der M&A REVIEW und Autor zahlreicher Veröffentlichungen. Forschungsschwerpunkte: Mergers & Acquisitions, insbesondere Post Merger Management, Organisations- und Netzwerktheorie von Unternehmen und öffentlichen Institutionen.

Dr. Karl Ludwig Keiber

schloss das Studium des Wirtschaftsingenieurwesens an der Universität Karlsruhe (TH) als Diplom-Wirtschaftsingenieur mit den Schwerpunkten Finanzierung und Financial Engineering ab. Parallel zu seiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen promovierte er zum Doktor der Wirtschaftswissenschaften. Für seine Dissertation wurde er mit dem Amicitia-Preis für das beste Doktorat der Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet. Im Frühjahr 2000 wechselte er als wissenschaftlicher Assistent an den Dresdner Bank Stiftungslehrstuhl für Finanzintermediäre und Kapitalmarkttheorie der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung Koblenz. Seine Forschungsinteressen erstrecken sich auf die Gebiete Asset Pricing, Behavioral Finance, Markt-Mikrostruktur-Theorie und Informationsökonomik.

Michael Keller

ist Teilhaber der Unternehmensberatung Klein & Coll., die sich auf den Verkauf kleiner und mittlerer Unternehmen (small- und mid cap) spezialisiert hat. Als langjähriger Leiter der Abteilung Mergers & Acquisitions einer amerikanischen Investmentbank wirkte er in den vergangenen 23 Jahren an fast 800 M&A-Transaktionen mit. Er ist außerdem Mitglied im Stiftungsrat M&A im Mittelstand im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt/Main. Darüber hinaus ist er Mitglied des Beirates des Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) in der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Witten/Herdecke sowie Dozent an dem Stuttgart-Institute of Management and Technology der Universität Hohenheim (Stuttgart).

Dr. Thorsten Koch

absolvierte das Studium der Betriebswirtschaftslehre mit den Schwerpunkten Finanzierung und Makroökonomik an der WHU - Otto-Beisheim Hochschule - in Koblenz. Nach knapp drei Jahren im Bereich M&A Advisory bei JP Morgan in London promovierte er zum Thema „Bewertung von Bankakquisitionen“ bei Prof. Dr. Bernd Rolfes an der Gerhard-Mercator Universität Duisburg. Seit 2000 ist er bei McKinsey & Co. als Berater in den Bereichen Financial Institutions und Corporate Finance tätig.

Dr. Ulrich Moser

Dr. Ulrich Moser, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, ist Partner bei Ernst & Young AG in Stuttgart. Er ist in der Service Line Transaction Advisory Services im Bereich Unternehmensbewertung tätig. Seine Tätigkeitsschwerpunkte betreffen insbesondere die Anwendung innovativer Bewertungsmethoden und -techniken, z.B. Realoptionsansatz und Monte Carlo-Simulationsrechnungen. Er ist Spezialist für die Bewertung immaterieller Vermögensgegenstände und verfügt über umfangreiche Erfahrungen in einer Vielzahl von Branchen (insbesondere Biotechnologie, Medizintechnik, Pharma, Software, Medien, Telekommunikation, regenerative Energien, Maschinenbau, Automotive).

Holger Nieswandt

studierte Wirtschaftswissenschaften an der Université de Perpignan und an der Universität Witten/Herdecke. Als Mitglied der Projektgruppe „Unternehmensbewertung“ an der Universität Witten/Herdecke beschäftigte er sich mit verschiedenen Sonderaspekten im Rahmen der Bewertung von Versicherungsunternehmen. Praktische Erfahrungen in der Unternehmensbewertung konnte Herr Nieswandt neben seinem Studium auch bei der WestLB AG in Düsseldorf sammeln.

RA Prof. Dr. Gerhard Picot

ist Partner der internationalen Anwaltssozietät Freshfields Bruckhaus Deringer in Köln. Er ist spezialisiert auf den Bereich Mergers & Acquisitions und betreut eine Vielzahl nationaler und internationaler Transaktionen, insbesondere Unternehmenskäufe und -verkäufe, Börsengänge (IPOs) sowie Kooperationen und Restrukturierungen. Zugleich ist er Inhaber der wirtschaftsrechtlichen Professur am Institute for Mergers & Acquisitions der Universität Witten/Herdecke und Lehrbeauftragter der juristischen Fakultät der Universität Köln. Prof. Picot ist Autor einer Vielzahl von Publikationen zum Themenbereich Mergers & Acquisitions.

Prof. Dr. Frank Richter

ist seit 2000 im Bereich Investment Banking tätig, zuvor langjährig in der Unternehmensberatung. Seit 2000 vertritt er den Lehrstuhl für Finanzierung und Strategie an der Universität Witten/Herdecke.

Prof. Dr. Wolfgang M. Schmidt

ist Professor für Quantitative Methoden an der Hochschule für Bankwirtschaft (Business School of Finance & Management) in Frankfurt. Von 1992 bis 2002 war als Director und Head of Research and Analytics bei der Deutschen Bank AG in Frankfurt tätig. Zuvor hat er Forschungs- und Lehrtätigkeiten an den Universitäten Jena, Berlin, Paris, Moskau und Tiflis aus-

geübt. Prof. Schmidt hat an der TU Dresden Mathematik studiert und an der Friedrich-Schiller-Universität Jena mit Arbeiten auf dem Gebiet der Wahrscheinlichkeitstheorie promoviert und habilitiert.

Dr. Jakob Schröder

studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität München sowie Maschinenwesen an der TU München. Nach der Promotion am Seminar für Rechnungswesen und Prüfung der Universität München ist er seit März 2001 in der Corporate Finance-Beratung bei KPMG in München tätig, mit den Schwerpunkten Unternehmensbewertung und -analyse sowie Bewertung immaterieller Vermögenswerte. Herr Dr. Schröder ist Senior Executive im Geschäftsbereich Financial Advisory Services.

Daniel Seibert

ist Leiter der Abteilung Investment Analysis und Beteiligungscontrolling bei der T-Online International AG. Zuvor war er für American Express in Paris und Frankfurt tätig, zuletzt als Head of Business Planning & Financial Analysis. Zu Beginn seines Studiums an der Universität Frankfurt eröffnete Herr Seibert ein Reisebüro und veräußerte es vor seinem Abschluss als Diplom-Kaufmann.

Dr. Angelika Thies

studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Hannover und promovierte bei Professor Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Heute ist sie Steuerberaterin und Partner bei der Ernst & Young AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, in Frankfurt am Main. Die Schwerpunkte ihrer Tätigkeit liegen in der steuerlichen Begleitung von Unternehmenstransaktionen, der Gestaltung von Reorganisationen und der nationalen sowie internationalen Steuerplanung. Ferner ist sie Lehrbeauftragte an der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz.

Dr. Oliver Thum

Nach Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Witten/Herdecke und Promotion zum Ph.D. über das Thema Auktionen bei Unternehmensübernahmen im Fachbereich Wirtschaftsingenieurwesen an der Stanford University, Kalifornien, arbeitete Dr. Thum bei der Unternehmensberatung Bain & Company in San Francisco. Seit 2001 ist er als Senior Associate bei der Private Equity-Gesellschaft General Atlantic Partners in Düsseldorf.

Christian Timmreck

absolvierte das Studium der Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Bankbetriebslehre an der Katholischen Universität Eichstätt und der University of Wales. Praktische Erfahrungen in der M&A-Beratung konnte Herr Timmreck bei der HVB-Consult in München und bei der KPMG in Frankfurt sammeln. Seit Mai 2000 ist er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Mergers & Acquisitions (IMA) an der Universität Witten/Herdecke beschäftigt, wo er sich vor allem mit der Entwicklung von neuen Verfahren zur Unternehmensbewertung befasst.

Thomas Ulbricht

nach dem Studium zum Wirtschaftsingenieur an der Fachhochschule Rosenheim arbeitete Herr Ulbricht als Research Assistant an der Middlesex University Business School/London und absolvierte dort auch sein MPhil post-graduate degree. Danach arbeitete er mehrere Jahre als M&A-Berater bei PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance in London und KPMG Corporate Finance in Frankfurt bevor er als Beteiligungsmanager zu Infineon Technologies AG in München wechselte. Seit 2003 ist Herr Ulbricht als freiberuflicher Berater tätig.

Helmut Wöginger

absolvierte das Studium der Internationalen Betriebswirtschaft mit den Schwerpunkten Finanzwirtschaft und Internationale Rechnungslegung an der Universität Wien und an der Heriot-Watt-University in Edinburgh, Scotland. Im Zuge seiner Studien erwarb er auch den European Master of Business Sciences (EMBS). Von 1999 bis 2002 war er als Assistant Project Manager für Mergers & Acquisitions bei der Raiffeisen Investment AG in Wien beschäftigt. Seither widmet er sich der wissenschaftlichen Forschung und der Fertigstellung seiner Dissertation an der Universität Wien.

Alexander Ziegelmaier

studierte Betriebswirtschaftslehre mit den Schwerpunkten betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Wirtschaftsprüfung und Controlling an den Universitäten Saarbrücken und Frankfurt/Main und ist heute als Assistent im Bereich internationale Steuerberatung bei der Ernst & Young AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, in Frankfurt am Main tätig.