



Hochschule für Angewandte Wissenschaften Hamburg
Hamburg University of Applied Sciences

Diplomarbeit

Vor- u. Zuname:
Dirk Rammrath

geb. am:

Geburtsort:

Matr.-Nr.:

Titel:

**BESONDERHEITEN BEI DER KAPITALKOSTENERMITTLUNG IN DER BEWERTUNG
VON KLEINEN UND MITTLEREN UNTERNEHMEN**

Abgabedatum:
09.08.2010

Betreuender Prof.:
Prof. Dr. Wolfgang Fricke

Zweiter Prüfender:
Jürgen Springer

Fakultät Wirtschaft & Soziales
Department Wirtschaft
Studiengang:
Außenwirtschaft / Internationales Management

Inhalt

Abkürzungsverzeichnis	2
Abbildungsverzeichnis	5
Tabellenverzeichnis	5
1. Einleitung	6
2. Kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland	8
2.1 Quantitative Merkmale	8
2.1.1 Definition der Europäischen Union	9
2.1.2 Definition nach Handelsgesetzbuch	10
2.1.3 Definition des Instituts für Mittelstandsforschung	11
2.2 Qualitative Merkmale.....	12
2.3 Wirtschaftliche Bedeutung der KMU	16
2.3.2 Allgemeine Bedeutung.....	17
2.3.3 Transaktionsaktivitäten der KMU	18
2.4 Zwischenfazit.....	20
3. Grundlagen der Unternehmensbewertung	21
3.1 Anlässe der Bewertung und Bewertungszweck.....	21
3.2 Grundsätze der Unternehmensbewertung nach IDW S 1	24
3.3 Ausgewählte Verfahren zur Bewertung von Unternehmen	27
3.3.1 Ertragswertverfahren.....	31
3.3.2 Discounted Cashflow-Verfahren	39
3.3.3 Berücksichtigung des Risikos mittels CAPM.....	46
3.3.4 Zwischenfazit.....	52
4. Bewertung von KMU.....	53
4.1 Würdigung der Bewertung mittels Gesamtbewertungsverfahren - Allgemeine Kritik ...	53
4.2 Spezifische Probleme und Lösungsansätze bei der Bewertung von KMU.....	56
4.2.1 Börsennotierung und Betafaktor	58
4.2.2 Diversifikation	61
4.2.3 Zwischenfazit – Überlegungen zur Eignung der Gesamtbewertungsverfahren	65
4.2.4 Fungibilität	66
4.2.5 Überrenditen.....	75
5. Kritische Würdigung von Zu- und Abschlägen.....	81
6. Fazit.....	86
7. Literaturverzeichnis.....	89
8. Anhang	95

Abkürzungsverzeichnis

AbF_t	Abzinsungsfaktor zum Zeitpunkt t $((1 + i)^{-t})$
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
APV	Adjusted Present Value
β	Betafaktor, systematisches Risiko eines Wertpapiers
β_j	Beta-Faktor des Wertpapiers j
β_{jHML}	Betafaktor des Buch-zu-Marktwert-Verhältnis-Effekts
β_{jSMB}	Betafaktor des Size-Effekts
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BW	Barwert
C-Dax	Composite DAX
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF_t^{FK}	Cashflow an die Fremdkapitalgeber in der Periode t
C_t	Endwert der Zahlung
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
E	Entnahmen aus den Unternehmen (Ertrag)
EBIT	Earnings before Interest and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Ertragssteuern)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
$E(CF_t^{FCF})$	Erwarteter Free Cashflow in der Periode t
$E(CF_{T+1}^{FCF})$	Erwartete konstante Free Cashflows ab der Periode $T+1$
$E(E_t)$	Erwartungswert der Rückflüsse in Periode t
$E(E_{T+1})$	Erwartungswert der ab der Periode $T+1$ konstanten Erträge
$E(HML)$	Erwartungswert des Renditeunterschied zw. Unternehmen mit hohem und niedrigem Buch-zu-Marktwert-Verhältnis
EK	Eigenkapital
EK^{MW}	Marktwert des Eigenkapitals
$E_{(r_j)}$	Erwartungswert der Rendite des Wertpapiers j , Wertpapierlinie

$E_{(r_m)}$	Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios
E(SMB)	Erwartungswert des Renditeunterschied zw. Unternehmen mit großer und kleiner Marktkapitalisierung (Size-Effekt)
E_t	Ertrag in der Periode t
E_{T+1}	Konstante Ertragsgröße ab der Periode T+1
EU	Europäische Union
EW	Ertragswert
FCF	Free Cash Flow
FE	Familieneffekt
FK	Fremdkapital
FK^{MW}	Marktwert des Fremdkapitals,
FTE	Flow to Equity
GG	Grundgesetz
GK^{MW}	Marktwert des Gesamtkapitals
HBG	Handelsgesetzbuch
i	Sicherer Zinssatz/Basiszins
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
IfM	Institut für Mittelstandsforschung, Bonn
IFRS	International Financial Reporting Standards
IP	Illiquiditätsprämie
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
k_{WACC}	Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten nach dem FCF-Ansatz
M-DAX	Mid-Cap-DAX
M&A	Mergers and Aquisitions (Fusionen und Übernahmen)
MRP	Marktrisikoprämie ($E_{(r_m)} - r_f$)
N_0	Barwert der erwarteten Liquidationserlöse aus der Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
NASDAQ	National Association of Security Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
PwC	PricewaterhouseCoopers
r_{EK}	Risikoadäquate Renditeforderung der Eigentümer für das verschuldete Unternehmen (Eigenkapitalkosten)

r_f	Risikoloser Zinssatz
r_{FK}	Risikoadäquate Renditeforderung der Fremdkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen
s	Unternehmenssteuersatz
σ_j	Volatilität eines einzelnen Unternehmens
σ_m	Volatilität des Marktportfolios
t	Periodenindex
T	Planungshorizont
$Tz.$	Textziffer
TCF	Total Cashflow
w	Wachstumsrate
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewogener Kapitalkostensatz)
z	Risikozuschlag

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 - Beschäftigte in Unternehmen 2006 in Deutschland nach Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen	17
Abbildung 2 - Nachfolgeregelung in KMU	19
Abbildung 3 - Bewertungsverfahren	28
Abbildung 5 - Systematischer Überblick über Unternehmensbewertungsverfahren	40
Abbildung 6 - WACC-Ansatz	45
Abbildung 7 - Wertpapierlinie nach dem CAPM	49
Abbildung 8 - Anwendung der Small Cap Premium.....	77
Abbildung 9 - Small Cap Effekt für den US-Aktienmarkt von 1926 bis 2008	78
Abbildung 10 - Unternehmenswert unter Berücksichtigung der Small Cap Premium und des Fungibilitätsabschlags	84
Abbildung 11 - Ableitung des Free Cashflow	97

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 - Quantitative Definition EU	9
Tabelle 2 - Quantitative Definition gem. § 267 HGB	10
Tabelle 3 - Quantitative Definition KMU	11
Tabelle 4 - Beispiele für wesentliche KMU-Bewertungsanlässe.....	22
Tabelle 5 - Anlässe der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008	38
Tabelle 6 - Gegenüberstellung von Ertragswert- und DCF-Verfahren (wesentliche Punkte). 46	
Tabelle 7 - Branchen-Betas	59
Tabelle 8 - Faktoren für die fehlende Marktgängigkeit	68
Tabelle 9 - Fungibilitätsabschläge: Zuschlag im Diskontierungsfaktor	73
Tabelle 10 - Fungibilitätsabschläge: Abschlag auf den ermittelten EK-Wert	74
Tabelle 11 - Size Premium nach Duff & Phelps.....	79
Tabelle 12 - Übersicht Autoren/Institute.....	82
Tabelle 13 - Zusammenfassung Discounts und Premia.....	83
Tabelle 14- Aktuelle Rechtsprechung zu Fungibilitätsabschlägen	85
Tabelle 15 - Zusammenfassung der qualitativen Merkmale von KMU gem. IDW.....	96
Tabelle 16 - Bezüge zwischen Cashflow Begriffen	96
Tabelle 17 - Gegenüberstellung der DCF-Verfahren.....	97
Tabelle 18 - Systematische und unsystematische Risiken	98
Tabelle 19 - Historische Schätzungen der Marktrisikoprämie	98
Tabelle 20 - Branchen-Betas	99
Tabelle 21 - Übersicht über gängige Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung	99
Tabelle 22 - Abschläge auf Mittelstandsunternehmen ggü. börsennotierten Unternehmen aus Deutschland nach Zeitraum und Industrie.....	100
Tabelle 23 - Small-Cap-Effekt für den US-Aktienmarkt von 1926 - 2008	101

1. Einleitung

Unternehmen sind häufig mehr als einmal mit Akquisitionen und Umstrukturierung beschäftigt. Für derartige unternehmerische Aktivitäten ist es häufig erforderlich, Unternehmenswerte zu ermitteln. In der Theorie wurde die Frage nach dem Wert eines Unternehmens daher auch schon vielfach diskutiert. Mittlerweile gibt es hierzu Verfahren und Modelle, die sich in Wissenschaft und Praxis etabliert haben und bei der Bewertung von Unternehmen in der ganzen Welt herangezogen werden. Diesen Modellen ist zum Großteil gemein, dass sie einen Kapitalmarktbezug herstellen. Die Verfahren und Modelle sind daher besonders auf die Bewertung von kapitalmarktorientierten, oder zumindest von der Größe und Struktur vergleichbaren Unternehmen ausgerichtet. Die deutsche Unternehmenslandschaft ist jedoch maßgeblich durch kleine und mittelgroße Unternehmen geprägt, die häufig nicht eine derartige Vergleichbarkeit aufweisen. Als Beleg dafür können Statistiken des Statistischen Bundesamts (2010a, 2010b) herangezogen werden, die die Anzahl der Großunternehmen (über 249 Beschäftigte oder über € 50 Mio. Jahresumsatz) mit 11.700 ausweist. Setzt man dies ins Verhältnis zu den 3.794.937 Unternehmen, die es insgesamt in Deutschland gibt, erhält man für diese Unternehmensklasse einen Anteil von etwas mehr als 0,3%. Das bedeutet, dass ca. 99,7% aller Unternehmen als kleine und mittelgroße Unternehmen auszuweisen sind.

Die vorliegende Diplomarbeit zielt daher darauf ab, konkrete Probleme und Maßnahmen zu benennen, mit denen der Bewertende von kleinen und mittleren Unternehmen in der Praxis in der Regel konfrontiert wird. Die Arbeit konzentriert sich dabei auf eine Unternehmenstransaktion als Anlass der Bewertung. Davon ausgehend werden Verfahren zur Bestimmung der Kapitalkosten vorgestellt und deren Zweckmäßigkeit diskutiert.

Die deutsche Bewertungspraxis ist sehr stark durch Wirtschaftsprüfer geprägt. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, stellt diese Arbeit an vielen Stellen auf den Standard "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ab.

Um dem begrenzten Umfang einer Diplomarbeit Rechnung zu tragen und dabei trotzdem eine angemessenen Tiefe der Untersuchungen zu gewährleisten, liegt der

Schwerpunkt dieser Arbeit auf der Ermittlung der Kapitalkosten¹ und den speziellen Anforderung an deren Ermittlung.

Der Aufbau der Arbeit lässt sich in drei wesentliche Abschnitte unterteilen. Der erste Teil (Kapitel 2) beschäftigt sich mit kleinen und mittleren Unternehmen. Es wird dabei analysiert, nach welchen Kriterien eine sinnvolle, allgemeingültige und gleichzeitig bewertungsorientierte Abgrenzung kleiner und mittlerer Unternehmen erfolgen kann. Weiter wird versucht eine allgemeingültige Definition solcher Unternehmen abzuleiten und deren Bedeutung für die deutsche Wirtschaft aufzuzeigen.

Im zweiten Teil (Kapitel 3) werden die wesentlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung erläutert und gängige Verfahren und Grundmodelle im Detail vorgestellt, bevor im dritten Teil (Kapitel 4) auf die Probleme und Lösungsansätze dieser Verfahren im Zusammenhang mit der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen eingegangen wird.

Zum Abschluss (Kapitel 5) werden die Erkenntnisse aus Kapitel 4 noch einmal einer kritischen Würdigung unterzogen, bevor die Arbeit mit einem Fazit (Kapitel 6) abschließt.

¹ Eine Definition des Begriffes "Kapitalkosten" im Kontext der Unternehmensbewertung erfolgt in Kapitel 3.3.

2. Kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland

Bevor im weiteren Verlauf auf die Unternehmensbewertung von „kleinen und mittleren Unternehmen“ (KMU) eingegangen wird, muss zunächst definiert werden, was im Folgenden unter dem Begriff KMU im Rahmen dieser Arbeit verstanden wird. Zuerst wird in Anlehnung an mehrere Autoren (u.a. Knackstedt, 2009; Behringer, 2009; Busch, 2008) bei der Definition zwischen quantitativen und qualitativen Merkmalen unterschieden. In einem zweiten Schritt wird dann kurz auf die Bedeutung von KMU auf die deutsche Wirtschaft eingegangen.

In der gängigen Literatur werden für KMU mehrere Bezeichnungen verwendet. Neben der für diese Arbeit verwendeten Definition „kleine und mittlere Unternehmen“, die sich u.a. bei Busch (2008), Helbling (2009) und Zieger/Schütte-Biastoch (2008) wiederfindet, existieren die Begriffe „Mittel- und Kleinbertriebe“ (Behringer, 2009) „Klein- und Mittelunternehmen“ (Knackstedt, 2009) sowie „Privatunternehmen“ (Dodel, 2008). Es wird an dieser Stelle darauf verzichtet, die Unterschiede, die den verschiedenen Bezeichnungen zugrunde liegen, herauszuarbeiten. Vielmehr werden im Folgenden die offensichtlichen Gemeinsamkeiten der unter diese Definitionen fallenden Unternehmen herausgearbeitet. Über die Auswertung der quantitativen und qualitativen Merkmale ergibt sich in der Folge ein genaues Bild einer KMU.

Eine Abgrenzung zwischen KMU und dem Begriff „Familienunternehmen“ liefert bspw. Wallau (2009, S. 33). Im Gegensatz zu den KMU sind Familienunternehmen qualitativ definiert und unterliegen keinen Größengrenzen. Gemäß der Definition des Instituts für Mittelstandsforschung (IfM) sind Familienunternehmen diejenigen Unternehmen, die durch Einheit von Eigentum und Leitung geprägt sind. Wie sich später herausstellen wird, liegen durch dieses Merkmal große Überschneidungen mit KMU vor. Der Begriff Familienunternehmen kann jedoch noch viel weiter gehen.

2.1 Quantitative Merkmale

Als ein mögliches Kriterium zur Definition bzw. Abgrenzung eines KMU bieten sich aus betriebswirtschaftlichen Kennzahlen gewonnene quantitative Merkmale bzw. Kri-

terien an (Behringer, 2009, S. 30). Knackstedt (2009, S.16) merkt hierzu kritisch an, dass diese Kennzahlen bzw. Grenzen häufig politisch motiviert sind, da sie im Wesentlichen bei der Entscheidung über Struktur- und Fördermaßnahmen genutzt werden. Bewertungsrelevante Zwecke spielen bei dieser Klassifizierung keine Rolle (ebenda). Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass quantitative Merkmale für KMU ähnlich vielfältig wie die unterschiedlichen Bezeichnungen für KMU ausfallen. Dies gilt für die Literatur und Gesetzestexte gleichermaßen (Behringer, 2009, S. 31; Knackstedt, 2009, S. 16).

Im Folgenden werden exemplarisch einige gängige quantitative Abgrenzungen dargestellt.

2.1.1 Definition der Europäischen Union

Die Europäische Union (EU) hat sich vorrangig für Zwecke der Europäischen Investitionsbank und des Europäischen Investitionsfonds mit der Frage nach der quantitativen Abgrenzung von KMU befasst. Die folgenden Schwellenwerte gelten seit dem 1. Januar 2005 in der gesamten EU (Knackstedt, 2009, S. 16-17).

Unternehmensgröße	Zahl d. Beschäftigten	und	Umsatz €/Jahr	oder	Bilanzsumme €/Jahr
<i>Kleinst</i>	< 10		< 2 Millionen		< 2 Millionen
<i>Klein</i>	< 50		< 10 Millionen		< 10 Millionen
<i>Mittel</i>	< 250		< 50 Millionen		< 43 Millionen

Tabelle 1 - Quantitative Definition EU (vgl. www.ifm-bonn.org, April 2010)

Die Einteilung dieser Größenklassen erfolgt dabei vor dem Hintergrund, eine für die Förderaktivitäten auf dem europäischen Binnenmarkt einheitliche Definition zu schaffen, um mögliche Wettbewerbsverzerrungen aufgrund unterschiedlicher Definitionen zu verhindern (Europäische Kommission, 2003, Tz. 1). Eine Begründung für die quantitative Höhe der Grenzen wird in der Empfehlung nicht gegeben. Es wird nur dargelegt, dass die „Zahl der Beschäftigten“ als Hauptkriterium dienen soll. Das Hinzuziehen der finanzwirtschaftlichen Kennzahlen (Umsatz oder Bilanzsumme) soll le-

diglich eine Einordnung der Bedeutung des Unternehmens ermöglichen (ebenda, Tz. 4).

Als zusätzliches, eher qualitatives Kriterium gilt, dass in der Definition der EU ein KMU unabhängig sein muss, d.h. dass kein anderes Unternehmen einen Anteil von mehr als 25% des betreffenden Unternehmens besitzen darf (Busch, 2008, S.12; IfM, 2010).

2.1.2 Definition nach Handelsgesetzbuch

In Anlehnung an Busch (2008, S. 9-10) leitet sich aus dem Handelsgesetzbuch (HGB) eine weitere Einteilung in Größenklassen (kleine, mittelgroße und große Kapitalgesellschaften) ab. Es wird aber zugleich darauf hingewiesen, dass für Personengesellschaften keine Größeneinteilung erfolgt.

Die Einteilung nach HGB, die sich in § 267 wiederfindet, kann aus der folgenden Tabelle entnommen werden.

Unternehmensgröße einer Kapitalgesellschaft	Ø Zahl d. Beschäftigten pro Jahr ^{2), 3)}	und Umsatz €/Jahr ²⁾	oder Bilanzsumme €/Jahr nach Abzug eines Fehlbetrags ²⁾
<i>Klein</i>	< 50	< 8,03 Millionen	< 4,015 Millionen
<i>Mittel</i>	< 250	< 16,06 Millionen	< 32,12 Millionen
Bemerkungen:	2) Die Größenmerkmale müssen an den Abschlusstichtagen zweier aufeinander folgender Geschäftsjahre erreicht werden		
	3) Die durchschnittliche Zahl der Arbeitnehmer wird als Jahresdurchschnittswert der Beschäftigten zum jeweiligen Quartalsende ermittelt.		

Tabelle 2 - Quantitative Definition gem. § 267 HGB (vgl. Busch, 2008, S.10)

Nach dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (2008, S. 8 und S. 63), folgte die Einteilung in die Größenklassen des HGB vor allem zu Zwecken der Erleichterung (u.a. bei der Frist für die Aufstellung des Jahresabschlusses und des Lageberichts, bei der Gliederung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung) und zu Zwecken der Befreiungen bei der Anschlussprüfung sowie beim Konzernabschluss und Konzernlagebericht.

Aus dieser Interpretation wird deutlich, dass die Einteilung hier erneut nicht durch betriebswirtschaftliche Besonderheiten oder bewertungsrelevante Gegebenheiten begründet ist.

2.1.3 Definition des Instituts für Mittelstandsforschung

Laut Knackstedt (2009, S.17-18) ist in Deutschland die Definition für KMU des IfM maßgebend und wird u.a. von der Bundesregierung, dem Wirtschaftsministerium, der Industrie- und Handelskammer sowie etlichen Wirtschaftsverbänden als Referenz angesehen. Das IfM unterteilt Unternehmen nach den folgenden quantitativen Merkmalen:

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	Umsatz € / Jahr
<i>Klein</i>	<i>bis 9</i>	<i>bis unter 1 Million</i>
<i>Mittel</i>	<i>10 bis 499</i>	<i>1 bis unter 50 Millionen</i>
Mittelstand (KMU) zusammen	bis 499	bis unter 50 Millionen
Groß	500 und mehr	50 Millionen und mehr

Tabelle 3 - Quantitative Definition KMU (vgl. www.ifm-bonn.org, April 2010)

Im Gegensatz zu den Definitionen gem. HGB und der EU bezieht sich die Definition des IfM nur auf die Zahl der Beschäftigten sowie auf die Umsatzhöhe. Auf die Bilanzsumme, als eine Grenze, wird verzichtet. Eine Begründung für die Wahl der Grenzen wird auch vom IfM nicht veröffentlicht. Auffällig ist, dass die Gruppe der KMU hinsichtlich der Mitarbeiter weiter gefasst ist, als bei der Definition der EU und dass die Gruppe der mittleren Unternehmen deutlich größer ist. Mittlere Unternehmen beginnen gem. IfM bereits bei einem Umsatz von € 1 Mio. (EU: ab € 10 Mio.; HGB: ab 8,03 Mio.) und ab 10 Mitarbeitern (EU: ab 50; HGB: ab 50).

Hinzu kommt, dass das IfM nach Knackstedt (2009, S.17-18) seine Definition, ähnlich wie das HGB, bereits um qualitative Merkmale erweitert. Wesentlich ist demnach bei KMU, dass Leitung, Eigentum, Risiko und Haftung in einer Hand sind. Dadurch sind im Sinne des IfM Familienunternehmen, anders als beispielsweise gemäß der

Abgrenzung im HGB, unabhängig von ihrer Größe qualitativ als KMU einzustufen (ebenda).

Bereits durch die Erweiterung des IfM um Kriterien, die Leitung, Eigentum, Haftung und Risiko betreffen, wird deutlich, dass es bei der Definition von KMU von zentraler Bedeutung ist, sich auch und vor allem mit qualitativen Merkmalen zu beschäftigen. Das isolierte Abstellen auf quantitative Merkmale ist nicht zweckmäßig. Besonders für die Bewertungspraxis ist nach Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 591) die quantitative Abgrenzung von KMU zwar eindeutig, als alleiniges Merkmal jedoch nicht sinnvoll, da weder eine geringere Anzahl an Beschäftigten noch eine niedrigere Bilanzsumme oder ein geringerer Umsatz eine Änderung in der Bewertungsmethodik rechtfertigen.

Die vorliegende Arbeit schließt sich durch die maßgebende Stellung hinsichtlich der quantitativen Merkmale der Definition des IfM an, wobei festgehalten werden soll, dass quantitative Abgrenzungskriterien insgesamt wenig aussagekräftig sind. Dies zeigt sich vor allem durch die fehlenden Begründungen zur Festlegung der definitiven Grenzen. Weder in den Veröffentlichungen des IfM noch der Europäischen Kommission wird ersichtlich, warum eine Abgrenzung an den vorgegebenen Grenzen sinnvoll und zweckmäßig sein könnte.

2.2 Qualitative Merkmale

Wie bereits im Kapitel 2.1 gezeigt wurde, ist eine Einteilung von Unternehmen in Größenklassen bzw. die Klassifizierung von Unternehmen als KMU unter Zuhilfenahme von rein quantitativen Merkmalen häufig nicht ausreichend. Im Nachfolgenden werden daher zusätzliche qualitative Merkmale herausgearbeitet, die eine zutreffendere Typisierung von KMU ermöglichen.

Eine recht allgemeine Definition qualitativer Merkmale findet sich in Dodels Arbeit (2008, S.3) in Anlehnung an die Definition der qualitativen Kriterien des IfM. Sie definiert KMU „(...) als rechtlich und finanziell selbständige Unternehmen, die sich mehrheitlich im Besitz von einer oder mehreren Privatpersonen oder Familien befinden.“ In dieser Definition wird vor allem auf den Unterschied von KMU auf der einen Seite

und (börsennotierten) Großunternehmen auf der anderen Seite hinsichtlich der Eigentumsverhältnisse abgezielt. Auch der bereits skizzierte Gedanke des IfM hinsichtlich der Beteiligungsbeschränkung von Drittunternehmen (Knackstedt, 2009, S.17-18) stützt die Wesentlichkeit der Eigentumsverhältnisse.

Wie sich im Laufe des Kapitels zeigen wird, gibt es eine Reihe von qualitativen Merkmalen, die KMU auszeichnen. Knackstedt (2009, S. 22-42) beispielsweise verweist auf insgesamt 17 verschiedene qualitative Merkmale, die zur Definition von KMU herangezogen werden können. Die Merkmale von Busch (2008, S. 13-18), der ähnlich viele Merkmale aus dem Bewertungsstandard des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1) ableitet, und die Merkmale anderer Autoren überschneiden sich in den wesentlichen qualitativen Merkmalen mit denen Knackstedts. Im Folgenden werden daher exemplarisch die meistgenannten, wesentlichen Merkmale aufgeführt und je nach der Bedeutung für die weiteren Untersuchungsschwerpunkte dieser Arbeit näher erläutert oder um weitere Fundstellen ergänzt.²

Sowohl Knackstedt (2009, S.22-28) als auch Busch (2008, S. 14) sind sich hinsichtlich der Merkmale Eigentum und Leitung einig. KMU zeichnen sich demnach durch die Einheit von Leitung und Eigentum (Eigentümer-Unternehmer³) aus, wobei der Eigentümerkreis auf einige Privatpersonen bzw. Familien begrenzt ist (ebenda). Dieses führt oftmals zu einem weiteren Merkmal, das die Finanzierung- und Investitionsformen von KMU betrifft. Bei KMU ist oftmals ein fließender Übergang zwischen der Unternehmens- und Privatsphäre, vor allem hinsichtlich der Trennung zwischen Betriebs- und Privatvermögen, vorherrschend (Busch, 2008, S. 15; Helbling, 2009, S.709; Knackstedt, 2009, S. 29).

Die Einheit von Leitung und Eigentum hat auch unmittelbare Auswirkungen auf die Kontrolle eines KMU. Das Management der KMU wird definitionsgemäß selten, anders als in großen, börsennotierten Unternehmen üblich, von unabhängigen Kontrollorganen überwacht (Busch, 2008, S. 14; Knackstedt, 2009, S. 30). Diese Konstellati-

² Eine detaillierte Auflistung der von Busch (2008, S. 14) aus dem IDW S 1 abgeleiteten qualitativen Merkmale mit Verweisen auf die entsprechenden Stellen im IDW S 1 kann dem Anhang (Nr. (1)) entnommen werden.

³ Im Folgenden werden die Begriffe „Eigentümer-Unternehmer“, „Eigner“, „Eigentümer“ u.a. synonym verwendet

on wirkt sich nach Helbling (2009, S. 709) oftmals positiv aus, kann sich aber durch mangelnde Investitionsbereitschaft des Eigentümers auch nachteilig auf die Innovationskraft und den Erfolg des Unternehmens auswirken. Es bedeutet aber vor allem, dass sich die Entscheidungsmacht auf eine (oder wenige) Personen konzentriert (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 591).

Die besondere Abhängigkeit des Unternehmens vom Eigner wird von Busch (2008, S. 17, S. 20) noch weiter herausgestellt. Es wird darauf hingewiesen, dass bei KMU die Kenntnisse, Fähigkeiten und das Engagement der Eigentümer, sofern diese gleichzeitig Manager sind, einen außerordentlich großen Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben (Busch, 2008, S. 17). Damit wird ein weiteres qualitatives Merkmal deutlich gemacht. Viele KMU sind hinsichtlich der zukünftigen finanziellen Überschüsse und der Überlebensfähigkeit am Markt in hohem Maße vom Eigentümer abhängig, da dieser u.a. für die Positionierung des Unternehmens an den Beschaffungs- und Absatzmärkten von hoher Bedeutung ist (ebenda, S. 20-21). Im IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 39) wird für diese Abhängigkeit des Unternehmens vom Eigentümer der Begriff „personenbezogen“ geprägt. Nach Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 591) ist ein Unternehmen personenbezogen, wenn „(...) die zur Erfüllung bestandskritischer Aufgaben notwendigen Eigenschaften konkreter, unternehmensinterner Personen nicht in angemessener Zeit substituiert werden können.“

Laut Knackstedt (2009, S. 29-30) spiegelt sich der Personenbezug auch im Unternehmerlohn wieder. Er behauptet, dass dieser, in KMU typischerweise der Höhe nach sowohl nach unten als auch nach oben, die individuellen Kenntnisse, Beziehungen, Fähigkeiten sowie das persönliche Engagement des KMU-Eigners nicht angemessen berücksichtigt. Die Unangemessenheit des Unternehmerlohnes ist damit ein weiteres Merkmal einer KMU. Knackstedt (2009, S. 41-42) sowie Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 596) erklären darüber hinaus auch, dass KMU nicht nur durch die Abhängigkeit vom Eigner, sondern auch durch die Abhängigkeit von Mitarbeitern, die einen wesentlichen Teil des Unternehmenserfolg und somit des Unternehmenswert ausmachen, geprägt sind.

Ein weiteres, anerkanntes und sehr wesentliches qualitatives Merkmal von KMU ergibt sich aus den bereits erwähnten Besitzverhältnissen und hat vor allem Auswirkungen auf die Finanzierung. Viele KMU haben keinen oder nur einen eingeschränk-

ten Zugang zum Kapitalmarkt bzw. der Börse und können sich nicht über diese finanzieren (Busch, 2008, S. 16-17; Dodel, 2008, S. 2; Helbling, 2009, S. 709; Knackstedt, 2009, S. 28; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S.591). Zieger/Schütte-Biastoch (ebenda) begründen dies u.a. mit der Rechtsform. In Anlehnung an das IfM (2010) sind 83% aller KMU Einzelunternehmen oder Personengesellschaften und daher qua Rechtsform ohne Kapitalmarktzugang.

Betrachtet man die unternehmerischen und operativen Seiten einer KMU, fällt auf, dass sich KMU häufig auf Kernkompetenzen konzentrieren bzw. spezialisieren (Knackstedt, 2009, S. 32-34) und dadurch nur in wenigen Geschäftsfeldern tätig sind (Busch, 2008, S. 28). Mit dieser fehlenden (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 591) bzw. geringeren (Helbling, 2009, S. 709) Diversifikation befinden sich KMU laut Knackstedt (2009, S. 33) und Behringer (2004, S. 21) nicht in der im Portfolio-Ansatz der Kapitalmarkttheorie geforderten Situation ein branchenspezifisches Risiko möglichst zu vermeiden. In der Beurteilung der Auswirkungen der Spezialisierung gehen die Meinungen der Autoren jedoch auseinander. Im Gegensatz zu Behringer (2004, S.21) sieht Knackstedt (2009, S. 33) in der fehlenden Diversifikation keine Erhöhung des unternehmensspezifischen Risikos. Eine mögliche Diversifikation von KMU stuft er eher als „(...) hoch riskante Strategie (...)“ ein, da KMU mit den neuen Zielgruppen und mit den neuen Produkten bzw. Dienstleistungen keine Erfahrungen besitzen und sich auf neue Felder begeben (ebenda).

Mit der geringen Diversifikation fällt die Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden zusammen, die Busch (2008, S. 28) als weiteres Merkmal von KMU ausmacht. Knackstedt (2009, S. 40-41) macht dafür vor allem das begrenzte Beziehungsnetzwerk einer KMU verantwortlich.

Helbling (2009, S. 716) führt an, dass KMU in manchen Fällen nur über ein ungenügendes bzw. beschränkt aussagefähiges Rechnungswesen verfügen. Hierbei nennt er vor allem einen mangelnden Ausweis von außerordentlichen Erträgen und Aufwendungen, Reserveveränderungen in den Vorräten sowie fehlende Rechnungsabgrenzungsposten.

Die soeben aufgeführten Merkmale sind vor dem Hintergrund dieser Arbeit besonders entscheiden. Die nachfolgenden Merkmale werden daher nur nachrichtlich aufgeführt.

Nach Busch (2008, S. 28), Knackstedt (2009, S.22-43) und Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 591-592) sind weitere Merkmale von KMU:

- Überschaubare Organisation und kurze Informations- und Entscheidungswege
- Nicht dokumentierte Unternehmensplanung, -strategie und -philosophie
- Unterschiedliche Innovationsdynamik bzw. lange Innovationszyklen
- Variable Kapitalstruktur und oftmals geringe Eigenkapitalausstattung
- Erhöhtes Insolvenzrisiko
- Geringe Festigkeit des Goodwills
- Geringer Schutz von Minderheitsanteilen
- Geringe Formalisierung
- Große Flexibilität
- Finanzierung richtet sich nach den Möglichkeiten des Haupteigentümers

Die Vielzahl an aufgeführten qualitativen und quantitativen Merkmalen können in Anlehnung an Behringer (2009, S. 35) zu vier wesentlichen Merkmalen zusammengefasst werden. Ein KMU ist demnach:

- „(...) ein rechtliches und wirtschaftlich (konzernunabhängiges) selbstständiges Unternehmen
- mit weniger als 500 Beschäftigten,
- bei dem es einen Eigentümer-Unternehmer gibt, für den das Unternehmen eine wichtige Existenzgrundlage darstellt, und
- das keinen Zugang zur Börse hat.“

2.3 Wirtschaftliche Bedeutung der KMU

Nachdem eine Vielzahl qualitativer Merkmale von KMU dargestellt und zu vier wesentlichen Eigenschaften verdichtet worden sind, die in Kombination mit quantitativen Merkmalen eine genaue Klassifizierung von KMU zulassen, wird im Folgenden auf die Bedeutung der KMU für die deutsche Wirtschaft eingegangen. Durch die Einordnung der Bedeutung von KMU wird auch die Relevanz der Untersuchung von Besonderheiten bei der Bewertung von KMU belegt. Dabei wird in Kapitel 2.3.1 auf die Bedeutung für die Wirtschaft im Allgemeinen eingegangen. Kapitel 2.3.2 verschafft

dann einen Überblick über die für KMU besonders relevanten Transaktionsaktivitäten.

2.3.2 Allgemeine Bedeutung

Zunächst wird die makroökonomische Bedeutung von KMU in Deutschland veranschaulicht. Um hierfür statistische Auswertungen heranzuziehen, muss man jedoch die zuvor diskutierten qualitativen Merkmale von KMU ausblenden (Behringer, 2009, S. 50) und sich auf die rein quantitativen Kriterien beschränken.

Legt man die KMU-Definition des IfM zu Grunde, so zählen in Deutschland 99,7% aller Unternehmen zu den kleinen und mittleren Unternehmen. Auf sie entfallen 37,5% aller Umsätze und 70,6% aller bzw. 65,8% aller sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Ihr Anteil an den Auszubildenden beläuft sich auf 83,1%. An der Netowertschöpfung der Unternehmen halten sie einen Anteil von 47,3% (IfM, 2010).

In der folgenden Abbildung sind diese Dimensionen noch einmal dargestellt.

Unternehmen 2006 in Deutschland nach Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen						
Alle Wirtschaftszweige						
Unternehmen mit Umsatz von ... bis ... Euro ¹⁾	Unternehmen mit ... bis ... sozialversicherungspflichtig Beschäftigten					Unternehmen insgesamt ²⁾
	0 - 9 ³⁾	10 - 49	50 - 249	250 - 499	500 und mehr	
	Anzahl					
bis 1 Mio.	3.119.903	95.202	12.369	1.316	776	3.229.566
über 1 Mio. - 2 Mio.	81.716	56.896	1.844	189	162	140.807
über 2 Mio. - 10 Mio.	43.666	75.243	16.059	629	438	136.035
über 10 Mio. - 25 Mio.	3.903	7.860	12.293	643	344	25.043
über 25 Mio. - 50 Mio.	1.027	1.576	5.546	1.122	315	9.586
über 50 Mio.	713	859	3.272	2.438	2.921	10.203
insgesamt	3.250.928	237.636	51.383	6.337	4.956	3.551.240

¹⁾ Umsatz für Organkreismitglieder geschätzt
²⁾ Unternehmen mit steuerbarem Umsatz und/oder mit sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Berichtsjahr 2006
³⁾ Einschließlich Unternehmen ohne sozialversicherungspflichtig Beschäftigte 2006, aber mit steuerbarem Umsatz

Abbildung 1 - Beschäftigte in Unternehmen 2006 in Deutschland nach Beschäftigten- und Umsatzgrößenklassen (vgl. Wallau, 2009, S. 38)

Nicht nur in Deutschland tragen KMU stark zur Wirtschaftsleistung bei. Nach Veröffentlichungen der EU (2010) waren 2006 99.8% aller Firmen der EU-27-Länder im nichtfinanziellen Sektor der gewerblichen Wirtschaft⁴ der Gruppe der KMU zuzuordnen. Diese Unternehmen beschäftigten in diesem Jahr zwei Drittel aller Arbeitnehmer (67.4%) und erwirtschafteten 57.7% der Nettowertschöpfung (ebenda).

Auch hinsichtlich der Innovationen spielen KMU eine wichtige Rolle. Empirische Studien haben ergeben, dass kleinere Unternehmen – falls ihre Struktur Innovationen ermöglichen bzw. erfordern – eine größere Innovationsdynamik besitzen, als größere Unternehmen (Behringer, 2009, S. 48). Zudem sind KMU nicht nur innovativer, sie besetzen und prägen auch junge Industriezweige (ebenda).

Als spezialisierte Dienstleister profitieren KMU auch von aktuellen Managementtrends wie „lean management“ und „lean production“, die von Unternehmen die Konzentration auf ihre Kernkompetenzen und die Vergabe von bisher intern abgewickelten Prozessen an externe Produzenten oder Dienstleister verlangen (Behringer, 2009, S. 49). Diese Externen sind häufig (hochspezialisierte) KMU (ebenda), die den großen Unternehmen somit die Umstellung auf die neuen Managementkonzepte ermöglichen und dadurch zur verbesserten, globalen Wettbewerbsfähigkeit der großen, deutschen Unternehmen beitragen. Behringer (2009, S. 50) erklärt außerdem, dass KMU eine wichtige Rolle in der Marktwirtschaft spielen, da sie den Wettbewerb aufrecht erhalten und Konzentrationsprozesse großer Unternehmen begrenzen.

2.3.3 Transaktionsaktivitäten der KMU

Eine weitere Bedeutung für wirtschaftliche Prozesse in Deutschland spielen die vermehrt bzw. gebündelt auftretenden Unternehmensübertragungen deutscher KMU, vor allem im Zuge von Nachfolgeregelungen. Das IfM rechnete 2002 für Deutschland mit ca. 355.000 Übertragungen von Unternehmen mit mehr als € 0.5 Mio. Umsatz (Behringer, 2009, S. 183). Jacobs/Runge (2010, S. 313) erwarten in Anlehnung an Rolf/Pankoke (2009) jährlich ca. 71.000 Unternehmensnachfolgen. Auch Knackstedt (2009, S. 44) geht gegenwärtig von dieser Größenordnung aus.

⁴ nach Definition über die „Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft“ (NACE-Abschnitte C bis I und K) (Eurostat, 2008)

Das IfM geht laut Knackstedt (ebenda) davon aus, dass sich die Unternehmensnachfolge wie in der folgenden Abbildung darstellen wird.

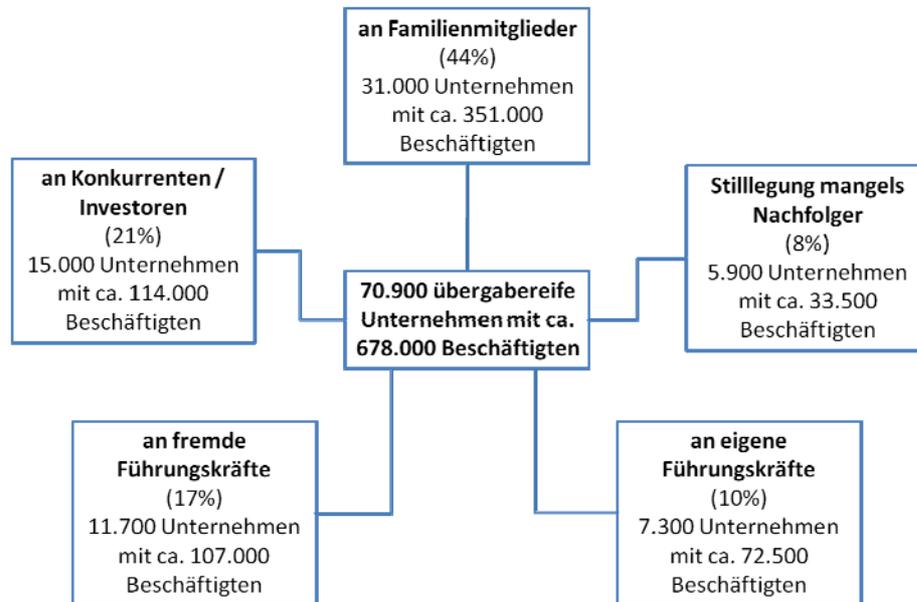


Abbildung 2 - Nachfolgeregelung in KMU (vgl. Knackstedt, 2009, S. 44)

Diese Übersicht macht deutlich, dass KMU im Bereich der Fusionen und Unternehmensübernahmen (M&A) und allen angeschlossenen Dienstleistungen stark an Bedeutung gewinnen. Behringer (2009, S. 52) stellt dazu fest, dass die Relevanz der Unternehmensbewertungen bei KMU durch den anstehenden Generationenwechsel zukünftig noch verstärkt wird. Die Problemstellungen, denen die Käufer und Verkäufer bei den verschiedenen Übertragungsphasen und -arten begegnen, erfordern dabei eine professionelle, unabhängige Beratung und Begleitung (Knackstedt, 2009, S. 45). In diesem Zusammenhang fällt der Bewertung der Unternehmen eine Schlüsselrolle zu (ebenda).

Abschließend lässt sich die (gesamtwirtschaftliche) Bedeutung von KMU am besten mit den Worten von Knackstedt (2009, S. 43) festhalten: „(...) [KMU] sorgen für wirtschaftliche Dynamik: Sie schaffen und sichern Arbeitsplätze, zudem fördern sie durch ihre lokale Verwurzelung die regionale Wirtschaftsentwicklung.“

2.4 Zwischenfazit

Zum Abschluss des zweiten Kapitels, das sich im Wesentlichen mit den definitiven Abgrenzungen der KMU sowie deren Bedeutung für die Wirtschaft beschäftigt hat, sollen die wesentlichen Inhalte und Erkenntnisse noch einmal in Form eines Zwischenfazit zusammengefasst werden.

In Kapitel 2.1 und 2.2 wurde dargestellt, dass sich die Abgrenzung von KMU über quantitative, vor allem aber über qualitative Merkmale erreichen lässt.

Als quantitative Grenzen für eine Einordnung als KMU wurden die Kriterien des IfM gewählt (Umsatz von weniger als € 50 Mio. und weniger als 500 Beschäftigte). Es bleibt jedoch festzuhalten, dass diese Grenzen nach Auswertung der vorliegenden Veröffentlichungen nicht begründet wurden. Von einer besonderen Bedeutung dieser Grenzen für Bewertungen kann daher nicht ausgegangen werden.

Bei qualitativen Merkmalen wurde auf eine Festlegung verzichtet, da sich in der Literatur eine Vielzahl verschiedener Merkmale findet. Exemplarisch sollen an dieser Stelle einige Merkmale genannt werden, die weitgehend akzeptiert und für den Verlauf der Arbeit von Bedeutung sind: Einheit von Eigentum und Leitung, Abhängigkeit vom Eigentümer, geringe Diversifikation der Eigentümer und fehlender Zugang zum Kapitalmarkt (Börse).

Des Weiteren wurde die herausragende wirtschaftliche Bedeutung der KMU in Deutschland angesprochen. Über 99% aller Unternehmen sind nach quantitativen Gesichtspunkten KMU. Sie sind für knapp 40% aller Umsätze verantwortlich und beschäftigen über zwei Drittel aller Angestellten.

3. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Nachdem im vorangegangenen Kapitel kleine und mittlere Unternehmen sowohl in quantitativer als auch qualitativer Hinsicht definiert worden sind und die Bedeutung dieser Unternehmensklasse in Deutschland und der EU kurz dargestellt worden ist, befasst sich dieses Kapitel mit grundsätzlichen Fragestellungen zur Unternehmensbewertung. Im ersten Unterkapitel werden Bewertungsanlässe und deren Bedeutung dargestellt.

Zunächst soll der Begriff „Unternehmensbewertung“ kurz geklärt werden. Nach Peemöller (2009, S. 3) dient eine Unternehmensbewertung zur Ermittlung potentieller Preise für (Teile von) Unternehmen. Zu diesem Zweck sind alle zukünftigen Erfolgspotentiale sowie alle Einflüsse auf diese Erfolgspotentiale und das Unternehmen zu berücksichtigen. Diese Nutzenpotentiale sind meist finanzielle Nettozuflüsse. Der Unternehmenswert bestimmt sich nach dem IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 4) daher als Barwert der Nettozuflüsse und repräsentiert die Ertragskraft des Unternehmens.

3.1 Anlässe der Bewertung und Bewertungszweck

Der Bewertungsanlass wirkt sich nach Peemöller (2009a, S. 19) auf den Bewertungszweck aus. Diese Bewertungszwecke sind bspw. die Ermittlung von Entscheidungswerten oder die Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten (vgl. Mandl/Rabel, 2009, S. 52). Da Anlässe zur Bewertung von Unternehmen jedoch sehr vielfältig sind, lassen sie sich auf verschiedene Weise klassifizieren (Behringer, 2009, S. 59; Busch, 2008, S. 49; Knackstedt, 2009, S. 49; Peemöller, 2009a, S. 19).

So kann Peemöller (2009a, S. 19) zufolge unterschieden werden nach:

- Lebensphasen eines Unternehmens (von der Gründung bis zur Liquidation)
- Art der Regelung (z.B. gesetzliche Vorschriften, vertragliche Vereinbarungen oder sonstige Gründe)
- Interessenlage von Gesellschaftern bzw. Investoren (z.B. Kauf und Verkauf, Aufnahme und Ausscheiden eines Gesellschafters)

- Entscheidungsbezug (entscheidungsabhängige und entscheidungsunabhängige Anlässe).

Behringer (2009, S. 59), Busch (2008, S. 49, in Anlehnung an Matschke, 1979) und Knackstedt (2009, S. 49, in Anlehnung an Matschke/Brösel, 2007) schlagen als Ansätze zur Systematisierung eine Unterscheidung in Anlässe mit und ohne beabsichtigter Eigentumsänderung am bewerteten Unternehmen vor. Eine solche (unvollständige) Klassifizierung von KMU-relevanten Anlässen kann der folgenden Tabelle entnommen werden.

Anlässe mit beabsichtigter Eigentumsänderung	Anlässe ohne beabsichtigte Eigentumsänderung
<ol style="list-style-type: none"> 1. Verkauf bzw. Kauf 2. Gründung mit Unternehmen als Sacheinlage 3. Eintritt und Austritt oder Ausscheiden eines Gesellschafters (z.B. §§ 327a bis f AktG, § 738 BGB) 4. Bar- und andere Abfindungen (z.B. §§ 305, 320 AktG) 5. Nachfolgeregelung 6. Erbaueinandersetzen (§§ 1922 bis 2385 BGB) 7. Ehescheidungen (§§ 1564 bis 1587p BGB) 8. Privatisierung 9. Schadensersatz (§ 249 BGB) 10. Umwandlung (z.B. Fusion, Spaltung) 11. Enteignung (Art. 14 Abs. 3 GG) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zuführung von Fremdkapital 2. „Wertorientierte Vergütung“ des Personals 3. „Wertorientierte Unternehmensführung“ 4. Vertragliche Absicherung des Unternehmenswerts zu Pachtbeginn 5. Verpfändung von Anteilen 6. Ermittlung von Besteuerungsgrundlagen 7. Kreditwürdigkeitsprüfungen 8. Sanierungsprüfung 9. Insolvenzprüfung 10. Bewertung im Rahmen der Bilanzierung (z.B. nach HGB oder IFRS)

Tabelle 4 - Beispiele für wesentliche KMU-Bewertungsanlässe (vgl. Knackstedt, 2009, S. 49)

Anlässe mit beabsichtigtem Eigentumswechsel werden häufig noch in *dominierte* und *nicht dominierte* Anlässe unterschieden. Nicht dominierte Anlässe zeichnen sich im Gegensatz zu dominierten Anlässen dadurch aus, dass die involvierten Parteien frei über die Durchführung der Transaktion entscheiden, bzw. keine Partei in der Lage ist, die eigenen Vorstellungen gegen den Willen der anderen Partei durchzusetzen (Behringer, 2009, S. 60; Busch, 2008, S. 49; Knackstedt, 2009, S. 49-50).

Laut Knackstedt (2009, S. 51) stellen Kauf und Verkauf, auch im Rahmen der in Kapitel 2.3 erwähnten Nachfolgeregelung, den häufigsten Anlass für eine Unterneh-

mensbewertung dar. Da die beteiligten Parteien i.d.R. frei entscheiden können, handelt es sich dabei um einen nicht dominierten Anlass (ebenda; Busch, 2008, S. 52). Durch die nicht dominierenden Positionen des Verkäufers und des Käufers müssen sich beide Parteien auf eine oder mehrere Bewertungsmethode(n) einigen. Dadurch können „grundsätzlich alle Unternehmensbewertungsverfahren zur Anwendung kommen“ (Busch, 2008, S. 52). Auf Basis der vorgenommenen Bewertung gilt es dann im Zuge der Verhandlungen einen Kaufpreis abzuleiten. Preis und Wert sind hierbei nicht notwendigerweise identisch. Der Wert ermittelt sich auf Basis eines auf Prämissen basierenden Algorithmus, wohingegen der Preis das Ergebnis einer Verhandlung zwischen mindestens zwei transaktionswilligen Parteien darstellt (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13). Der Unternehmenswert stellt daher nur den potentiellen Preis des Unternehmens dar (Moxter, 1983, S. 5).

Aus diesen Überlegungen hinsichtlich der nicht dominierenden Positionen und der Verhandlung zwischen mehreren transaktionswilligen Parteien, die sich aus der Festlegung auf eine Bewertung hinsichtlich einer Kaufs-/Verkaufssituation ergibt, kann davon ausgegangen werden, dass der Bewertende in der Funktion des neutralen Gutachters im Sinne des IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 12) auftritt und einen objektivierten Unternehmenswert ermittelt. Der so gewählte Zweck „Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten“ beinhaltet die Ableitung eines Wertes, der unabhängig von individuellen Wertvorstellungen der involvierten Parteien zustande kommt (ebenda).

Die Unterteilung der Anlässe der Unternehmensbewertung, die aus dem IDW S 1 abgeleitet werden können, sind laut Peemöller (ebenda) unter anderem bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern der beteiligten Eigner relevant. Auf die Auswirkungen auf die Bewertung bei dem in dieser Arbeit berücksichtigten Anlass Kauf/Verkauf wird in Kapitel 3.3.1 eingegangen.

Da eine tiefer gehende Analyse der Klassifizierung für den weiteren Verlauf der Arbeit nicht zielführend ist, soll darauf an dieser Stelle verzichtet werden. Es bleibt aber festzuhalten, dass die beteiligten Parteien bei einem Unternehmenskauf bzw. -verkauf auf Grund des nicht dominierenden Charakters des Anlasses bzw. der Einordnung als freiwillige Unternehmensbewertung im Rahmen unternehmerischer Initiativen im Sinne des IDW S 1 das Bewertungsverfahren frei wählen können.

Im folgenden Unterkapitel werden die Grundsätze der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 erklärt, bevor dann die Bewertungstheorie und verschiedene Bewertungsverfahren dargestellt werden.

3.2 Grundsätze der Unternehmensbewertung nach IDW S 1

An dieser Stelle der Arbeit sollen zunächst grundsätzliche Überlegungen zur Bewertung von Unternehmen diskutiert werden. Die Grundsätze⁵ der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 haben grundlegende Bedeutung für die Arbeit der Wirtschaftsprüfer und die Unternehmensbewertung insgesamt (Peemöller, 2009b, S. 32). Der Standard ist dabei allgemeingültig, also auch für die Bewertung von KMU. Busch (2008, S. 59) schreibt zur Bedeutung der Grundsätze des IDW, dass diese den Rahmen für die Bewertung eines Unternehmens bilden. Sie gelten dabei sowohl für das Ertragswert- als auch die Discounted Cashflow(DCF)-Verfahren⁶ (ebenda, Peemöller, 2009b, S.32).

Die Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen im Sinne des IDW S 1 in der Fassung von 2008 sind:

- (1) Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks (Tz. 17)
- (2) Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit (Tz. 18-21)
- (3) Stichtagsprinzip (Tz. 22-23)
- (4) Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (Tz. 24-58)
- (5) Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (Tz. 59-63)
- (6) Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips (Tz. 64-65)
- (7) Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze (Tz. 66-67)

(1) Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks (Tz. 17)

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes ist der festgestellte Bewertungszweck für die Annahmen über die prognostizierten Nettozuflüsse, die Höhe des

⁵ Die Begriffe „Grundsätze“ und „Prinzipien“ sollen nachfolgend synonym verwendet werden

⁶ Das Ertragswertverfahren wird in Kapitel 3.3.1, die DCF-Verfahren in den Kapiteln 3.3.2 näher erläutert.

Abzinsungsfaktors und andere Annahmen entscheidend. Wie bereits festgestellt wurde, ergibt sich aus der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes, dass individuelle Wertvorstellungen nicht berücksichtigt werden. Weiterhin ist zu beachten, dass der Unternehmenswert intersubjektiv nachprüfbar sein muss (Mandl/Rabel, 2009, S. 53).

(2) Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit (Tz. 18-21)

Alle Bereiche des Unternehmens, die gemeinsam zu den finanziellen Überschüssen beitragen, bilden die wirtschaftliche Unternehmenseinheit und sind daher bei der Abgrenzung des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen. Das Bewertungsobjekt muss jedoch nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein. Bei der Bewertung von KMU kommt diesem Prinzip eine besondere Bedeutung bei. In Tz. 20 in Verbindung mit Tz. 157 wird im IDW S 1 (i.d.F. 2008) explizit darauf verwiesen, dass bei KMU als Unternehmen mit einer dominierenden Stellung des Eigentümers die Abgrenzung zwischen Privat- und Betriebsvermögen verstärkt berücksichtigt werden muss (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 157). Es wird dabei vorgeschlagen ggf. Sonderbilanzen zu erstellen, in denen das betriebsnotwendige Vermögen, das sich in Privatbesitz befindet und daher nicht bilanziert worden ist, erfasst wird (ebenda). In diesem Zusammenhang sollen auch die Aufwendungen und Erträge entsprechend angepasst werden.

(3) Stichtagsprinzip (Tz. 22-23)

Das Stichtagsprinzip besagt, dass der zu ermittelnde Unternehmenswert zeitpunktbezogen ermittelt wird. Maßgeblich ist hierfür der Bewertungsstichtag. Die zeitliche Abgrenzung der Überschüsse und Informationen, die in die Unternehmensbewertung einfließen dürfen, werden daher nur dann berücksichtigt, wenn sie bereits am Stichtag zugänglich waren. Finanzielle Überschüsse nach dem Stichtag sind demnach auch den zukünftigen Eigentümern zuzurechnen (Edel, 2007, S. 123).

(4) Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (Tz. 24-58)

Für die Bewertung von Unternehmen erfolgt in der Regel⁷ eine Prognose der zukünftigen, dauerhaft erzielbaren finanziellen Überschüsse, die an die Eigentümer ausgeschüttet bzw. durch diese entnommen werden können (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 24-

⁷ Ausnahmen hierzu sind bspw. substanzorientierte Verfahren.

26). Die Ermittlung der finanziellen Überschüsse erfolgt üblicherweise durch die Erstellung von Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplanungen (ebenda, Tz. 27).

Hinsichtlich der finanziellen Überschüsse bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten gibt der IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 29-47) gesonderte Hinweise. Es wird geregelt, dass nur solche Erfolgchancen zu berücksichtigen sind, die sich aus bereits eingeleiteten oder dokumentierten Handlungen ergeben (ebenda, Tz. 38). Weiterhin wird aufgeführt, dass Synergieeffekte nur zu berücksichtigen sind, sofern diese bereits eingeleitet sind (ebenda, Tz. 33-34). Synergien, die sich aus den Maßnahmen ergeben, die dem Bewertungsprozess zugrunde liegen (hier: Kauf/Verkauf), sind daher nicht zu bewerten. Unter der Ausschüttungsannahmen ist festgehalten, dass die finanziellen Überschüsse, die nach Berücksichtigung rechtlicher Maßgaben sowie unternehmenspolitischer Vorgaben zur Verfügung stehen (ebenda Tz. 35-37) ausgeschüttet werden. Außerdem ist vermerkt, dass bei der Bewertung von typisierten Steuersätzen auszugehen ist (ebenda, Tz. 43-47).

Neben den eben genannten Hinweisen gibt es noch einen weiteren Verweis hinsichtlich der Managementfaktoren, der gerade im Zusammenhang mit der festgestellten Personenbezogenheit und dem Eigentümer-Unternehmer bei KMU eine gewichtige Rolle spielt. Es ist gesondert festzustellen, ob das Management weiterhin für das Unternehmen tätig ist (ebenda, Tz. 38). Sollte das alte Management das personenbezogene Unternehmen verlassen, sind alle negativen und positiven Einflüsse dieser Entscheidung entsprechend zu berücksichtigen (ebenda, Tz. 40-41). Zu diesem Grundsatz wird am Ende von Kapitel 4.2 kurz Stellung bezogen.

(5) Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (Tz. 59-63)

Zu dem „nicht betriebsnotwendigen Vermögen“ sind alle Vermögenswerte zu zählen, die nicht unmittelbar dem Betriebszweck dienen und veräußert werden können, ohne dass der eigentliche Unternehmenszweck beeinträchtigt wird. Dieses Vermögen, einschließlich der dazugehörigen Verbindlichkeiten, ist entweder zum sofortigen Liquidationswert⁸ oder, bei zeitlicher verschobener Verwertung, zum Barwert der ent-

⁸ Der Liquidationswert bildet den Betrag ab, den der Eigentümer bei Verkauf der einzelnen Vermögenswerte abzüglich aller steuerlichen Folgen und liquidationsbedingten Ansprüche (z.B. Sozialpläne) erzielen könnte (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 141).

sprechenden finanziellen Überschüsse (Liquidationserlös abzüglich der -kosten) gesondert zu bewerten. Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens gilt es sicher zu stellen, dass in den finanziellen Überschüssen, die zur Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens herangezogen werden, keine Effekte aus dem gesondert bewerteten nicht betriebsnotwendigen Vermögen enthalten sind.⁹

(6) Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips (Tz. 64-65)

Der Bewertende darf als neutraler oder Schiedsgutachter¹⁰ keine Partei bevorzugen oder benachteiligen. Daher darf das bilanzielle, aus § 253 HGB abgeleitete Vorsichtsprinzip, welches zur Zwecke der handelsrechtlichen Jahresabschlusserstellung angewendet werden muss, bei der Darstellung von Vermögen und Verbindlichkeiten nicht zur Anwendung kommen, da es den bisherigen Unternehmenseigner einseitig benachteiligen würde. Das Risiko des finanziellen Engagements, das trotzdem vorhanden ist, wird nicht durch das Gläubigerschutzprinzip der handelsbilanziellen Rechnungslegung sondern ausschließlich im Diskontierungszinssatz berücksichtigt (Peemöller, 2009b, S. 44)¹¹.

(7) Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze (Tz. 66-67)

Der Gutachter bzw. Bewertende muss die getroffenen wesentlichen Annahmen, auf denen die gutachtliche Bewertung basiert, aufzeigen. Dabei muss er die von ihm getroffenen Annahmen von denen Dritter abgrenzen.

3.3 Ausgewählte Verfahren zur Bewertung von Unternehmen

Nachdem in den vorangegangenen Kapiteln die Bewertungsanlässe und die Grundsätze der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 dargestellt wurden, beschäftigt sich dieses Kapitel mit unterschiedlichen Bewertungsverfahren, von denen das Ertragswert- und ein DCF-Verfahren im Detail erläutert werden.

⁹ Typische Beispiele sind hier Mieteinnahmen auf gesondert bewertete Wohnungen im Unternehmenseigentum oder Zinserträge auf nicht betriebsnotwendige Liquidität im Unternehmen.

¹⁰ Der Schiedsgutachter stellt in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der verschiedenen Wertvorstellungen der Beteiligten einen Einigungswert fest (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 12)

¹¹ Zur Berücksichtigung des Risikos in der Unternehmensbewertung sei auf Kapitel 3.3 (besonders 3.3.3) verwiesen.

Einleitend soll darauf hingewiesen werden, dass in der Theorie und Praxis eine große Vielfalt an Methoden existiert (Drukarczyk/Schüler, 2007, S. 7-8; Mandl/Rabel, 2009, S. 52), die teilweise parallel zu Bewertungszwecken eingesetzt werden (Drukarczyk/Schüler, 2007, S. 8). Mandl/Rabel (2009, S. 52) gehen davon aus, dass diese Methodenvielfalt aus neuen Erkenntnissen in der Betriebswirtschaftslehre, der daraus resultierenden Entwicklung neuer Konzeptionen und Verfahren und den geänderten Anforderungen resultiert.

In der Fachliteratur werden i.d.R. vier Verfahrenstypen unterschieden. Mandl/Rabel (2009, S. 54ff) und Ballwieser (2004, S. 184-190) fassen das Ertragswert- und die DCF-Verfahren unter dem Begriff „Gesamtbewertungsverfahren“ sowie das Substanzwert- und das Liquidationswertverfahren unter dem Begriff „Einzelbewertungsverfahren“ zusammen. Gleichzeitig wird von ihnen das „Mischverfahren“ sowie das „Überschlagsverfahren“ ergänzt. Gesamtbewertungsverfahren bewerten das Unternehmen in seiner Gesamtheit, eine explizite Berücksichtigung einzelner betriebsnotwendiger Vermögenswerte erfolgt hier i.d.R. nicht. Einzelbewertungsverfahren nehmen dahingegen eine Bewertung auf Grundlage einzelner Vermögenswerte vor. Von einem Mischverfahren spricht man, wenn beide Verfahren miteinander kombiniert werden.

Ein Überblick über die Verfahren und deren systematische Einteilung, an der sich auch die vorliegende Arbeit orientiert, bildet die folgende Abbildung.

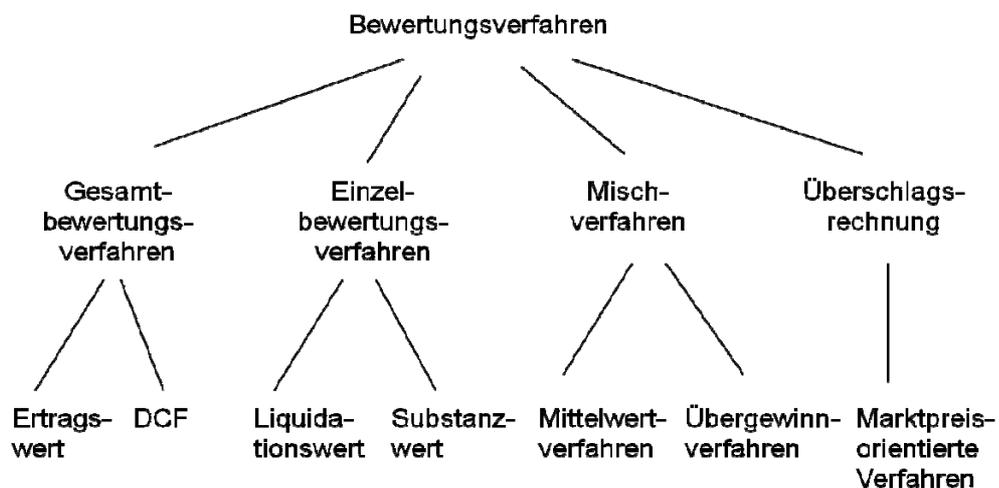


Abbildung 3 - Bewertungsverfahren (vgl. Ballwieser, 2004, S. 8)

Insgesamt können alle genannten Verfahren zur Bewertung von Unternehmen in der Praxis herangezogen werden. Entscheidend für die Wahl der konzeptionell unterschiedlichen Verfahren ist jedoch in erster Linie der Bewertungsanlass (Mandl/Rabel, 2009, S. 52; vgl. auch Kapitel 3.1).

Da das IDW im Standard IDW S 1 die verschiedenen DCF-Verfahren sowie das Ertragswertverfahren als adäquate Methode zur Ermittlung von Unternehmenswerten anerkennt (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7) und diese Einschätzung auch von einer Reihe von Autoren geteilt wird (u.a. Edel, 2007, S. 162; Peemöller, 2009b, S. 43; Peemöller/Kunowski, 2009, S. 271), dienen diese beiden Verfahren als Grundlage für die weiteren Untersuchungen und werden daher im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit ausführlicher betrachtet (vgl. Kapitel 3.3.1 und 3.3.2). Für die übrigen Verfahren sei auf die gängige Bewertungsliteratur verwiesen. Einen guten Überblick hierzu liefert bspw. das Standardwerk zur Unternehmensbewertung von Peemöller (2009c).

Auf die Bedeutung der Gesamtbewertungsverfahren gehen auch Peemöller/Kunowski (2009, S. 269) ein. Sie zeigen, dass über zwei Drittel der Teilnehmer einer Studie Ertragswert- und DCF-Verfahren anwenden. Auch im Rahmen internationaler Transaktionsprozesse spielen die Gesamtbewertungsverfahren eine herausragende Rolle (ebenda, S. 271-272). So werden DCF-Verfahren in 95% der Fälle und damit am häufigsten angewandt. Das Ertragswertverfahren nach den Prämissen des IDW folgt auf dem dritten Rang und wird in rund der Hälfte aller Fälle zur Ermittlung des Unternehmenswertes genutzt (46%).

An dieser Stelle werden nun die grundsätzlichen Überlegungen zum Gesamtbewertungsverfahren und zu den drei anderen Verfahren kurz vorgestellt.

Gesamtbewertungsverfahren

Bei der Bewertung nach den Gesamtbewertungsverfahren wird das Unternehmen als Bewertungseinheit betrachtet (Mandl/Rabel, 2009, S. 53). Den Bewertungen des Gesamtbewertungsverfahrens liegt dabei das Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie zu Grunde (Ballwieser, 2004, S. 8). Dabei wird der heutige Wert von späteren Zahlungen/Erfolgen (Barwert (BW)) über den Abzinsungsfaktor ($AbF_t: (1 + i)^{-t}$) ermittelt. Formal stellt sich dieser Zusammenhang wie folgt dar (Zischg, 2009, S. 52):

$$(I) \quad BW = C_t \times (1 + i)^{-t}$$

mit: C_t = Endwert der Zahlung
 i = sicherer Zinssatz/Basiszins

Das bedeutet, dass bei der Unternehmenswertermittlung auf zukünftige Mittelzuflüsse und Ausgabenersparnisse bzw. Erträge aus dem Unternehmen abgestellt wird (ebenda). Das Unternehmen wird bei dem Gesamtbewertungsverfahren als Investitionsobjekt angesehen. Die Erträge aus dem Investitionsobjekt Unternehmen werden auf den Bewertungsstichtag diskontiert, um den Bruttokapitalwert der Investition zu errechnen (ebenda). Zu berücksichtigen ist, dass der Diskontierungssatz (die Kapitalkosten) zur Kapitalisierung der Ertragsüberschüsse einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert hat (haben). Im Laufe der vorliegenden Arbeit wird auf die Ermittlung dieser Kapitalkosten noch im Besonderen eingegangen.

Einzelbewertungsverfahren

Bei der Einzelbewertung sind der Substanzwert und der Liquidationswert zu unterscheiden. Der Substanzwert geht von der Fortführung, der Liquidationswert geht von der Zerschlagung des Unternehmens aus (Ballwieser, 2004, S. 10)

Wie bereits in Kapitel 3.2 bei den Erklärungen zur Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens verdeutlicht, bildet der Liquidationswert den Betrag ab, den der Eigentümer bei Verkauf der einzelnen Vermögenswerte abzüglich aller steuerlichen Folgen und liquidationsbedingten Ansprüche (z.B. Sozialpläne) erzielen könnte (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 141). Der Liquidationswert bildet nach IDW (ebenda, Tz. 140) bei Unternehmensbewertungen grundsätzlich die Wertuntergrenze.

Zur Ermittlung des Substanzwertes wird von einem Unternehmensnachbau in der bilanziellen Struktur ausgegangen (Ballwieser, 2004, S. 10). Solch ein Nachbau ist jedoch unrealistisch und berücksichtigt den selbstgeschaffenen Geschäfts- oder Firmenwert nicht (ebenda). Das IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 170) gibt dazu zu bedenken, dass die Werte von nicht bilanzierungsfähigem, immateriellen Vermögen nur schwie-

rig zu ermitteln sind. Insgesamt verweist das IDW (ebenda, Tz. 172) darauf, dass Substanzwerte nur nach ausdrücklichen Aufträgen zu ermitteln sind.

Mischverfahren

Die Mischverfahren bauen auf dem Substanzwert auf und mischen diesen mit dem Ertragswert (Ballwieser, 2004, S. 10). Beispielhaft kann hier das Mittelwertverfahren genannt werden, welches den Unternehmenswert als Mittelwert zwischen Ertrags- und Substanzwert errechnet (Wöhe/Döring, 2002, S. 664).

Überschlagsrechnung

Überschlagsrechnungen oder Marktwertverfahren (auch Multiplikatormethode) ermitteln Unternehmenswerte anhand von Marktdaten (Ballwieser, 2004, S. 10). Es wird versucht, den Wert eines Unternehmens über Bezugsgrößen (z.B. EBIT, EBITDA) aus den am Markt tatsächlich bezahlten Preisen abzuleiten (Gabler, 2010, S. 3126). Dabei wird auf ähnliche Unternehmenskäufe oder Kurswerte vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zurückgegriffen (ebenda). Das IDW (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143) empfiehlt, diese Multiplikatoren zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse aus den Gesamtbewertungsverfahren zu nutzen.

3.3.1 Ertragswertverfahren

Die dem Ertragswertverfahren zu Grunde liegende Überlegung ist, dass für den Wert eines Unternehmens der mit dem Unternehmen erzielbare Nutzen ausschlaggebend ist (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 272). Schon Moxter (1983, S. 9) ging davon aus, dass bei diesem Verfahren die Summe aller Vorteile für den Grenzpreis eines Unternehmens anzusetzen sind. Peemöller (2009, S. 3) ergänzt, dass bei einer Unternehmensbewertung alle Nutzenbeträge berücksichtigt werden sollen. Das Verfahren basiert dabei auf dem Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie (Ballwieser, 2004, S. 8)¹². Es werden daher zukünftige, erwartete Zahlungsmittelzuflüsse und zukünftige, ersparte Zahlungsmittelabflüsse des Eigentümers – also im weiteren Sinne Erträge – diskontiert (Ballwieser, 2004, S. 12; Mandl/Rabel, 2009, S. 54). Peemöller/Kunowski

¹² Vgl. Kapitel 3.2

(2009, S. 272) ergänzen, dass das Ertragswertverfahren ein primär finanzwirtschaftlich orientiertes Verfahren ist, da es nichtfinanzielle Nutzenkomponenten, wie z.B. Prestige und Macht, nicht abbildet.

Da die Entnahmen aus dem Unternehmen als finanzieller Nutzen für die Bewertungsmaßgeblich sind (Mandl/Rabel, 2009, S. 54), ergibt sich als Grundform der Ertragswertermittlung:

$$(II) BW = \frac{E}{i}$$

mit: E = Entnahmen aus dem Unternehmen (Ertrag).

Es ist jedoch zu beachten, dass an dieser Stelle davon ausgegangen wird, dass die Zahlungen (Erträge) sicher sind, d.h. dass diese Annahmen unter Sicherheit getroffen werden (ebenda).

Ausgehend von Gleichung (II), und um die bereits oben erwähnten Annahmen (Investitionstheorie als Grundlage, Sicherheit der Annahmen, Abzinsung auf den heutigen Wert) erweitert, ergibt sich nach Ballwieser (2004, S. 54) für den Ertragswert (EW) eines Unternehmens bei variabler Ausschüttung:

$$(III) EW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

mit: E_t = Ertrag in der Periode t,
T = Planungshorizont, wobei T auch das Ende des Detailplanungszeitraums darstellt,
t = Periodenindex.

Aus der Gleichung (III) lässt sich ablesen, dass sich der Wert nach der Ertragswertmethode aus der Diskontierung der zukünftigen Nettozahlungen an die Eigentümer ergibt (Ballwieser, 2004, S. 16). Ballwieser (ebenda) merkt dazu an, dass die Schätzung dieser Zahlungen ein beachtliches Prognoseproblem darstellt. Dieses Problem erfordert eine Vergangenheitsanalyse sowie eine Lageanalyse, bevor die Erträge

prognostiziert werden können (ebenda). Bei der Ertragsprognose sind die Geschäftspolitik (bezogen auf Produkte und Märkte, Produktion, Forschung und Entwicklung, Beschaffung u.a.) sowie die Umweltbedingungen (Verbraucher, Wettbewerber, Wirtschaftsentwicklung u.a.) zu berücksichtigen, da sich diese auf die zukünftig erwarteten Erträge auswirken (Ballwieser, 2004, S. 47-49; Mandl/Rabel, 2009, S. 59).

Aufgrund dieser vielfältigen, dynamischen und leicht veränderbaren Parameter, die auf Erträge wirken, wird nach Mandl/Rabel (2009, S. 59) bei der Ertragsprognose in der Praxis der gesamte Zeitraum, für den eine Prognose abgegeben werden soll, in Phasen mit unterschiedlicher Schätzgenauigkeit zerlegt (sog. Phasenmethode). Nach IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 72-80) sind grundsätzlich zwei Phasen zu wählen. In der ersten Phase (Detailplanungsphase) sind über einen Zeitraum von in der Regel drei bis fünf Jahren unter Berücksichtigung zahlreicher Einflussgrößen detaillierte Planungsrechnungen zu verwenden (ebenda, Tz. 76-77). In der zweiten Phase werden auf Grundlage der Detailplanung die Überschüsse – gegebenenfalls um konstante Wachstumsraten ergänzt – als langfristige Trends fortgeschrieben (ebenda, Tz. 78). Diese Trend-Annahmen sind jedoch besonders kritisch zu prüfen (ebenda, Tz. 79).

Aus der Anwendung des Phasenmodells und der Unterstellung einer konstanten Wachstumsrate (w) ergibt sich für die Zeit nach der Detailplanung eine konstante Rente (Ballwieser, 2004, S. 62-63; Mandl/Rabel, 2009, S. 59). Ergänzt man Gleichung (III) um die Rente (zweiter Summand), so erhält man:

$$(IV) \text{ EW} = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E_{T+1}}{(i-w)(1+i)^T} \quad \text{mit } i > w.$$

Hierbei bezeichnet E_{T+1} die ab der Periode $T+1$ konstante Ertragsgröße.

Wird Gleichung (IV) noch durch den Barwert der erwarteten Liquidationserlöse aus der Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (N_0) ergänzt (Mandl/Rabel, 2009, S. 54), erhält man:

$$(V) \text{ EW} = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E_{T+1}}{(i-w)(1+i)^T} + N_0 \text{ mit } i > w.$$

Die Anwendung der Gleichung (V) setzt nach Ballwieser (2004, S. 60-65) voraus, dass die Erträge sicher zu prognostizieren sind. Dies ist in der Praxis aber nicht der Fall (ebenda, S. 66). Vielmehr entstehen durch die Unsicherheit über Zukunftsszenarien Risiken, die es gesondert zu berücksichtigen gilt (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 304). Unsicherheiten können Peemöller/Kunowski (ebenda) zu Folge "(...) als Summe der möglichen positiven und negativen Abweichungen vom Erwartungswert der zukünftigen finanziellen Überschüsse (...)" verstanden werden.

Ballwieser (2004, S. 66ff), Peemöller/Kunowski (2009, S. 304-306) und das IDW (IDW S 1, i.d.F. 2008, Tz. 88/89) empfehlen zur Berücksichtigung der Unsicherheit zwei verschiedene Ansätze.

- (1) Berücksichtigung in der Kapitalisierungsgröße (Sicherheitsäquivalenzmethode bzw. Erfolgsabschlagsmethode):

Bei dieser Methode werden in einem ersten Schritt mehrere Zukunftsszenarien mit jeweils sicheren Erträgen geplant, dann die Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Szenarien geschätzt und anschließend aggregiert (Ballwieser, 2004, S. 66). Ballwieser (ebenda) sowie Peemöller/Kunowski (2009, S. 305) schlagen dafür die Nutzung von Sicherheitsäquivalenten vor, die abschließend mit sicheren Zinsfüßen diskontiert werden. Dem Verfahren liegt zugrunde, dass ein Investor unsichere Zahlungen je nach individueller Risikoneigung in sichere Sicherheitsäquivalente umrechnet (Peemöller/Kunowski, ebenda). Voraussetzung dafür ist jedoch, dass man diese individuelle Neigung kennt.

- (2) Berücksichtigung im Kapitalisierungszinssatz (Zinszuschlagsmethode, Risikozuschlagsmethode):

Die Erwartungswerte werden mit risikoangepassten Zinsfüßen diskontiert (Ballwieser, 2004, S. 66). Der risikoangepasste Zinssatz ist der um einen Zuschlag erhöhte risikofreie Zinssatz (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 305).

Aufgrund der schwer nachprüfbareren Ableitung der Risikoneigung des Investors bereitet die praktische Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode Schwierigkeiten (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 305). Die Zinszuschlagsmethode ist daher die in der Praxis bevorzugte Methode (Ballwieser, 2004, S. 79; Peemöller/Kunowski, 2009, S. 305), auch weil sich die Risikoberücksichtigung aus verschiedenen empirischen Analysen ableiten lässt (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 305). Aus der höheren Verzinsung (sog. Überrendite) von Anlagen in Unternehmen im Gegensatz zu Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere, deren Erträge als weitestgehend sicher angesehen werden, lässt sich empirisch ein Risikozuschlag ableiten, um den der risikolose Basiszinssatz erhöht wird (ebenda). Ballwieser (2004, S. 89) begründet den Zuschlag dadurch, dass unsichere Unternehmenserträge nicht mit sicheren Effektivverzinsungen einer Staatsanleihe diskontiert bzw. verglichen werden können und eine Risikoäquivalenz hergestellt werden muss. Der Zuschlag bildet das höhere Risiko der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Investition in eine sichere festverzinsliche Anlage ab.

Da die Empirie die Zuschlagsmethode unterstützt und diese Methode national und international bevorzugt wird (Mandl/Rabel, 2009, S. 63), bildet diese im weiteren Verlauf die Grundlage zur Diskussion um die Risikoerfassung.

Nach den vorangegangenen Überlegungen zur Berücksichtigung der Unsicherheit der Erträge ergibt sich bei Anwendung der Risikozuschlagsmethode für den Unternehmenswert unter Unsicherheit:

$$(VI) \text{ EW} = \sum_{t=1}^T \frac{E(E_t)}{(1+i+z)^t} + \frac{E(E_{T+1})}{(i-w+z)(1+i+z)^T} + N_0 \text{ mit } i > w$$

mit: z = Risikozuschlag,
 $E(E_t)$ = Erwartungswert der Rückflüsse in Periode t ,
 $E(E_{T+1})$ = Erwartungswert der ab der Periode $T+1$ konstanten Erträge.

An dieser Stelle soll noch einmal festgehalten werden, dass sich der Wert des Unternehmens durch die Diskontierung der zukünftigen Erträge auf den Bewertungsstich-

tag ergibt (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 306). Hinzuzufügen ist, dass die Basis für die Ermittlung des Diskontierungszinssatzes dabei der Alternativanlagegedanke und damit die Alternativanlage ist (ebenda).

Dieses greift einerseits den Grundgedanken Moxters (1983, S. 79) auf – „(...) bewerten heißt vergleichen (...)“ –, andererseits wirft es die Frage nach den Renditen möglicher Vergleichsinvestitionen auf, die als Vergleichsmaßstab herangezogen werden können (Peemöller/Kunowski, 2009, S. 306). Im Speziellen stellt sich die Frage nach der Höhe des Basiszinssatzes (i), des Risikozuschlags (z) sowie des Wachstumszuschlags (w) und wie diese Parameter abzuleiten sind. Da der Wachstumsabschlag für die weitere Betrachtung in dieser Arbeit unwesentlich ist, wird auf eine Ableitung dieses Abschlags verzichtet. Bei der Ermittlung des Abzinsungsfaktors muss berücksichtigt werden, dass Zähler (Erträge) und Nenner (Diskontierungszinssatzes) hinsichtlich Währung, Laufzeit, Kapitaleinsatz, Geldwert, Risiko und Verfügbarkeit äquivalent sein müssen, d.h. sich nach diesen Kriterien entsprechen müssen (Ballwieser, 2004, S. 82).

Der stichtagsbezogene Basiszins (i) soll unter Berücksichtigung der Laufzeitäquivalenz (Laufzeitstruktur der Erträge der Unternehmens- und der Alternativinvestition sollen vergleichbar sein) nach Mandl/Rabel (2009, S. 60) der Rendite einer risikolosen Investition gleicher Laufzeit auf dem Kapitalmarkt entsprechen. Laufzeitäquivalenz bedeutet dabei, dass die Laufzeitstruktur der Erträge der Unternehmens- und der Alternativinvestition vergleichbar sind. Daher erfolgt die Bestimmung des Basiszinssatzes über Renditen von laufzeitgleichen Nullkuponanleihen zum Bewertungsstichtag. Die Schätzung dieser Renditen in Abhängigkeit von der gewählten Laufzeit erfolgt mit dem Modell nach Svensson. Mit der Svensson-Methode werden Zinsstrukturkurven (laufzeitabhängige Zinssätze) geschätzt¹³ (Pankoke/Petersmeier, 2009, S. 114). Die Anwendung der Methode erfolgt unter Berücksichtigung der Empfehlungen des IDW und unter Zuhilfenahme von Parametern, die die Deutsche Bundesbank zur Verfügung stellt (ebenda)¹⁴.

¹³ Ausführlich siehe: Svensson, Lars E. O. Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, IMF Working Paper No. 94/114, 1994

¹⁴ Auf eine detaillierte Analyse zur Ableitung des Basiszinsfußes wird an dieser Stelle verzichtet, da es den Rahmen dieser Arbeit übersteigen würde.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags (z) und der Herstellung der Risikoäquivalenz mit einer Alternativanlage empfehlen Peemöller/Kunowski (2009, S. 313-316) sowie Ballwieser (2004, S. 92) und das IDW (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 118ff.) die Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Da dieses Modell auch für die DCF-Verfahren von Bedeutung und Gegenstand der Untersuchungen in Kapitel 4 ist, wird das CAPM in Kapitel 3.3.3 gesondert analysiert.

Um einen belastbaren Zinsfuß zu ermitteln, ist es außerdem notwendig, die Auswirkungen von Inflation (Geldwertäquivalenz) und Steuern (Verfügbarkeitsäquivalenz) zu berücksichtigen (Ballwieser, 2004, S. 82).

Die Berücksichtigung von Inflation erfolgt über den landesüblichen Zinsfuß und die nominal geplanten Aufwands- und Ertragsgrößen und muss daher nicht durch einen Abschlag gesondert eingerechnet werden (Ballwieser, 2004, S. 88; Peemöller/Kunowski, 2009, S. 317).

Die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern erfolgt einerseits über die Berücksichtigung der zukünftigen Steuerbelastung in den zu diskontierenden Zahlungsströmen, andererseits ist die Alternativinvestition um den Steuersatz des Investors zu korrigieren (ebenda). Es ist festzuhalten, dass im Kapitalisierungszinssatz persönliche Ertragssteuern anzusetzen sind, sofern die Erträge im Zähler um persönliche Ertragssteuern vermindert worden sind (ebenda, S. 318). Sofern im Einzelfall keine spezifische Einkommenssituation unterstellt werden kann, kann nach Peemöller/Kunowski (ebenda), Kunowski/Popp (2009, S. 945) und Ballwieser (2004, S. 101) mit einem typisierten Steuersatz von 35% gerechnet werden.

Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte im Rahmen unternehmerischer Initiativen kann jedoch laut Peemöller (2009a, S. 20) auf die Ermittlung persönlicher Steuern verzichtet werden. Von einer solchen unternehmerischen Initiative kann beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensteilen in Anlehnung an die unten aufgeführte Tabelle 5 ausgegangen werden. Bei dieser „mittelbaren Typisierung“ wird die Annahme getroffen, dass die mit dem Bewertungsobjekt erzielten Nettozuflüsse und sowie die Nettozuflüsse der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio an den Anteilseigner einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 30). Im weiteren Verlauf wird daher die Bewertung mit mittelbarer Typisierung (ohne unmittelbare Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuerverhältnis-

se) (vgl. Peemöller/Kunowski, 2009, S. 307) als Grundlage für kommende Untersuchungen herangezogen¹⁵.

Freiwillige Unternehmensbewertung im Rahmen unternehmerischer Initiative	Unternehmensbewertung für Zwecke der externen Rechnungslegung	Unternehmensbewertungen aufgrund gesetzlicher Vorschriften bzw. vertraglicher Grundlagen
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensteilen ➤ Fusionen ➤ Kapitalzuführungen ➤ Sacheinlagen ➤ Management Buy Outs ➤ Wertorientierte Unternehmensführung 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kaufpreisverteilung (Purchase Price Allocation) nach IFRS/US-GAAP ➤ Werthaltigkeitsprüfung (Impairmenttest) nach IFRS/US-GAAP/HGB 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Abschluss von aktienrechtlichen Unternehmensverträgen ➤ Squeeze-outs ➤ Verschmelzung sowie Auf- und Abspaltungen ➤ Ein- und Austritt von Gesellschaftern einer Personengesellschaft ➤ Erbauseinandersetzungen und Erbteilung ➤ Abfindungsfälle im Familienrecht ➤ Anwendung von Schiedsklauseln insbesondere zur Vermeidung gerichtlicher Auseinandersetzungen

Tabelle 5 - Anlässe der Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (Peemöller, 2009a, S. 20)

Nachdem die Methoden zur Laufzeit-, Geldwert-, Verfügbarkeits- und Risikoäquivalenz kurz und vereinfacht dargestellt wurden, bleiben die von Ballwieser (2004, S. 82) zusätzlich aufgeführten Währungs- und Kapitaleinsatzäquivalenz. Kapitaleinsatzäquivalenz besagt, dass die Erträge, die bewertet werden sollen, wie die Alternativinvestition am Kapitalmarkt nur durch Kapitaleinsatz erzeugt werden dürfen. Rückflüsse aus dem zu bewertenden Unternehmen, die durch Einsatz von Arbeitskraft erlangt werden (bspw. Gehalt d. geschäftsführenden Gesellschafters) sind abzuziehen (ebenda, S. 88). Die Währungsäquivalenz besagt, dass alle Rückflüsse in der gleichen Währung zu berücksichtigen sind (ebenda, S. 82).

Am Ende dieses Kapitels sollen die wesentlichen Charakteristika zum Ertragswertverfahren noch einmal zusammengefasst werden:

Das Ertragswertverfahren mit mittelbarer Typisierung ermittelt den Wert eines Unternehmens unter investitionstheoretischen Gesichtspunkten, indem es die Rückflüsse aus diesem Unternehmen an einen Investor durch Diskontieren mit den Erträgen einer Alternativanlage vergleicht. Durch die Veränderung eines sicheren, laufzeitglei-

¹⁵ Das IDW geht in Einzelfällen davon aus, dass eine Typisierung sachgerecht ist (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 58).

chen Basiszinses durch verschiedene Zu- und Abschläge kann die Äquivalenz und damit die Vergleichbarkeit zwischen den beiden Anlagen hergestellt werden. Eine besondere Bedeutung fällt dabei dem Risikozuschlag zu, der mittels dem noch zu erklärenden CAPM ermittelt wird.

3.3.2 Discounted Cashflow-Verfahren

Nachdem die wesentlichen Grundlagen und Annahmen zur Ertragswertmethode dargestellt wurden, werden in diesem Kapitel die Discounted Cashflow-Verfahren untersucht. Dabei werden auch Unterschiede und Gemeinsamkeiten zum Ertragswertverfahren aufgezeigt.

Neben dem seit Jahren gebräuchlichen Ertragswertverfahren, das das IDW bereits seit 1983 als Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes vorsieht (Baetge et al., 2009, S. 342), werden auch die aus den angelsächsischen Beratungen und der angelsächsischen Bewertungstheorie stammenden DCF-Verfahren in der Bewertungspraxis – vor allem bei grenzüberschreitenden Unternehmenstransaktionen – verstärkt angewandt (ebenda). Auch das IDW erkennt das DCF-Verfahren an (u.a. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 99).

Ebenso wie das Ertragswertverfahren basieren alle DCF-Verfahren auf dem Kapitalwertkalkül aus der Investitionsrechnung (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 590), d. h. dass der Wert des Unternehmens analog zum Ertragswertverfahren durch Diskontierung erreicht wird (Baetge et al., 2009, S. 343)¹⁶. Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren werden jedoch nicht zukünftige Erträge, sondern zukünftige Cashflows abgezinst (ebenda). Die Cashflows stellen dabei die erwarteten Zahlungen an alle Kapitalgeber dar (ebenda, S. 344, in Anlehnung an IDW S 1 i.d.F. 2008). Die Flow to Equity (FTE) Variante des DCF bildet hierzu eine Ausnahme. Dieses Verfahren stellt, wie auch das Ertragswertverfahren, auf die Rückflüsse an die Eigenkapitalgeber ab (Baetge et al., 2009, S. 344). Anzumerken ist, dass die bereits in Kapitel 3.3.1 diskutierte Problematik des Schätzens von zukünftigen Zahlungsströmen bzw. Erträgen bei den DCF-Verfahren analog besteht und gleichermaßen behandelt wird.

¹⁶ Die DCF-Verfahren unterliegen damit den gleichen investitionstheoretischen Überlegungen hinsichtlich Alternativinvestitionen, die bereits bei der Ertragswertmethode ausgeführt wurden (Baetge et al., 2009, S. 369ff.).

Der Oberbegriff des DCF-Verfahrens steht im Wesentlichen für vier verschiedene Ansätze, die angewandt auf das gleiche Bewertungsproblem und bei Ansatz identischer Prämissen theoretisch zu dem gleichen Ergebnis führen (Drukarczyk/Schüler, 2007, S.138-139). Unterteilt werden die vier Ansätze in Equity- und Entity-Ansätze (ebenda) bzw. in Netto- und Bruttokapitalisierung (Baetge et al., 2009, S. 344ff.). Es ist zu beachten, dass die Cashflows dabei je nach eingesetzter Variante unterschiedlich abzugrenzen sind (ebenda).

Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die vier verschiedenen DCF-Verfahren (ergänzt um die Ertragswertmethode) sowie deren Zuordnung zu den Kapitalisierungsarten.

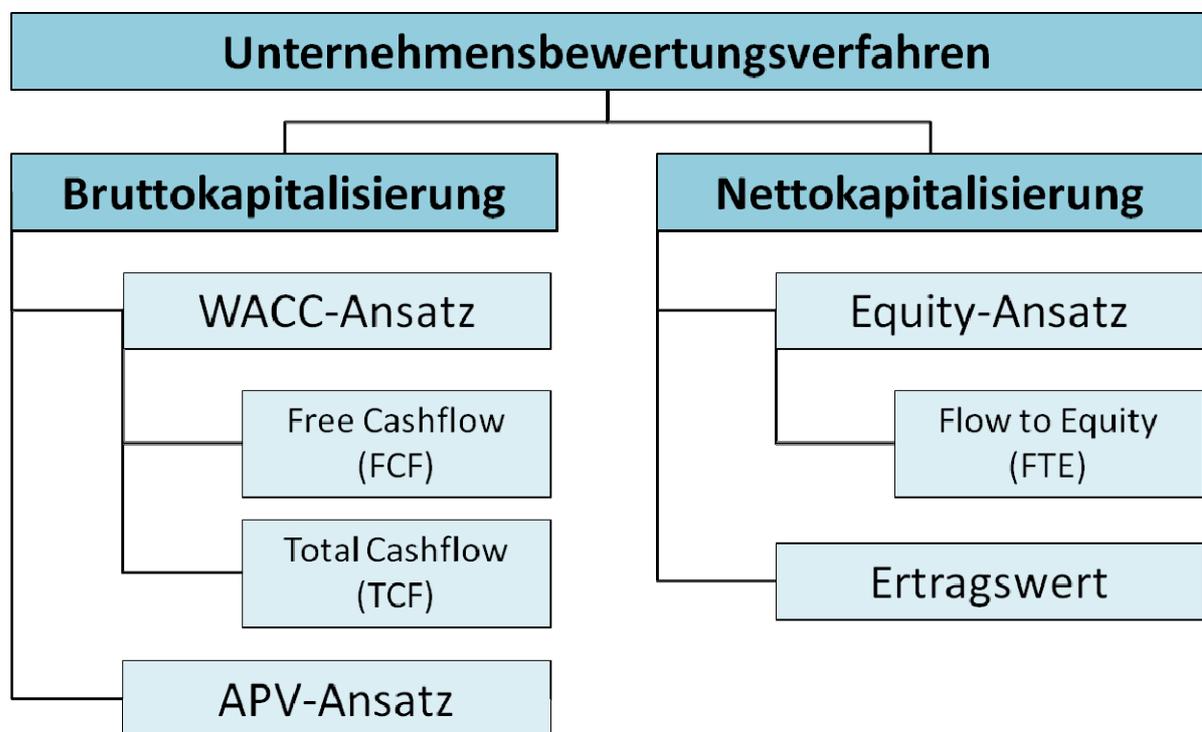


Abbildung 4 - Systematischer Überblick über Unternehmensbewertungsverfahren (vgl. Baetge et al., 2009, S. 345)

Nettokapitalisierung

Bei der Nettokapitalisierung bzw. dem Equity-Ansatz wird der Wert des Unternehmens bzw. des Eigenkapitals in einem Schritt bestimmt (Baetge et al., 2009, S. 344;

Ballwieser, 2004, S. 111). Dabei werden die Rückflüsse an die Eigentümer, in diesem Falle die Cashflows, diskontiert (ebenda).

Ballwieser (2004, S. 111) verweist darauf, dass die Nettokapitalisierung dem Ertragswertverfahren entspricht, wobei sich die Verfahren nach Drukarczyk/Schüler (2007, S. 234-235) unter Umständen hinsichtlich der Kalkulationszinssätze unterscheiden können. Da in dieser Arbeit jedoch von einer Ermittlung der Zinssätze mittels CAPM ausgegangen wird, ist die Anforderung von Drukarczyk/Schüler (2007, S. 234-235) erfüllt, die den Rückgriff auf eine marktdeterminierte Risikoprämie voraussetzt, um die beiden Verfahren gleichzusetzen.¹⁷

Bruttokapitalisierung

Ermittelt man den Unternehmenswert mittels Bruttokapitalisierung, dem so genannten Entity-Ansatz oder Entity-Approach (Helbling, 2009, S. 709), wird dieser laut Baetge et al. (2009, S. 344) in zwei Schritten ermittelt. Zuerst wird der Wert von Eigen- und Fremdkapital zusammen bzw. der Wert des gesamten Kapitals ermittelt, bevor man durch Abzug des Wertes für das Fremdkapital zum Wert des Eigenkapitals gelangt (Ballwieser, 2004, S. 112). Dabei wird beim Fremdkapital nicht zwischen den verschiedenen Kapitalgebern (z.B. Leasinggeber, Kreditinstituten, Arbeitnehmer mit Pensionsansprüchen etc.) unterschieden (Baetge et al. 2009, S. 344). Das Gesamtkapital, aus dem sich im zweiten Schritt der Wert des Eigenkapitals und somit der Unternehmenswert ergibt, errechnet sich aus den Rückflüssen an alle Kapitalgeber, sowohl der Geber von Fremdkapital (FK) als auch Eigenkapital (EK) (ebenda).

Wie in Abbildung 4 bereits ersichtlich, gibt es zwei Konzepte, die auf der Bruttokapitalisierung basieren; das Konzept der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Costs of Capital, (WACC)) sowie den Adjusted Present Value- (APV)-Ansatz (ebenda; Ballwieser, 2004, S. 112-113; Drukarczyk/Schüler, 2007, S.139ff.). Der Unternehmenswert lässt sich dabei mit Hilfe des WACC-Ansatzes auf Basis verschiedener Cashflows (bspw. Total Cashflow und Free Cashflow) berechnen, der APV-Ansatz greift auf eine Cashflowdefinition zurück (u.a. Baetge et al., 2009, S. 344). Die Ableitung der verschiedenen Cashflowdefinitionen kann dem Anhang Nr. (2) entnommen werden.

¹⁷ Für die marktdeterminierte Ableitung bei der Ermittlung mittels CAPM wird auf Kapitel 3.3.4 verwiesen.

Da nach Baetge et al. (2009, S. 347) sowie Mandl/Rabl (2009, S. 65) der WACC-Ansatz auf Basis des Free Cashflow (FCF) die in der Bewertungspraxis am weitesten verbreitete Variante ist, wird dieser im Folgenden näher erläutert.

WACC-Ansatz mit Free Cashflows

Nach Ballwieser (2004, S. 140) ermittelt das Free Cashflow-Verfahren den Unternehmenswert alleine durch die Diskontierung des Free Cashflow¹⁸. Der Marktwert des Gesamtkapitals ergibt sich durch die Diskontierung des periodenspezifischen Free Cashflow mit den gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (Baetge et al., 2009, S. 347).

Bei der Ermittlung auf Basis des FCF ist anzumerken, dass der FCF zunächst eine reine Eigenfinanzierung des zu bewertenden Unternehmens unterstellt (Baetge et al., 2009, S. 348; Mandl/Rabel, 2009, S. 65). Das heißt, dass der Free Cashflow Rückflüsse an die Kapitalgeber darstellt, die sich bei einer reinen Eigenfinanzierung ergeben würden (ebenda). Nach der Definition aus dem Lexikon der Betriebswirtschaftslehre (2004, S. 155) bedeutet eine reine Eigenfinanzierung, dass das Unternehmen zur Finanzierung kein (verzinstes) Fremdkapital besitzt und sich rein durch einbehaltenen Gewinne bzw. Re-Investition von Abschreibungen finanziert.

Formal ergibt sich für eine solche Bewertung mittels WACC auf Grundlage des FCF:

$$(VII) \text{ GK}^{\text{MW}} = \sum_{t=1}^T \frac{E(\text{CF}_t^{\text{FCF}})}{(1 + k_{\text{WACC}})^t} + \frac{E(\text{CF}_{T+1}^{\text{FCF}})}{(k_{\text{WACC}} - w)(1 + k_{\text{WACC}})^T}$$

mit:	GK^{MW}	=	Marktwert des Gesamtkapitals,
	$E(\text{CF}_t^{\text{FCF}})$	=	Erwarteter Free Cashflow in der Periode t (operativer Cashflow unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung),
	$E(\text{CF}_{T+1}^{\text{FCF}})$	=	Erwartete konstante Free Cashflows ab der Periode T+1 (unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung),
	k_{WACC}	=	Gewogene durchschnittliche Kapitalkosten nach dem FCF-Ansatz.

¹⁸ Die Ermittlung des Free Cashflows (im amerikanischen Grundmodell) kann dem Anhang Nr. (3) entnommen werden.

Da der WACC-Ansatz im ersten Schritt, wie bereits erwähnt, den Wert des Eigen- und Fremdkapitals zusammen ermittelt, spiegelt der gewogene durchschnittliche Kapitalkostensatz (k_{WACC}) die risikoäquivalenten Renditeforderungen sowohl der Eigenkapitalgeber als auch der Fremdkapitalgeber wieder, die durch die gegebenen Fremd- bzw. Eigenkapitalquoten gewichtet sind (Baetge et al., 2009, S. 348).

Die aus der Ableitung aus dem FCF unterstellte reine Eigenfinanzierung, die jedoch nicht gegeben ist, und die aus den Zinszahlungen resultierende Steuerersparnis¹⁹ wird im Nenner nicht berücksichtigt. Die tatsächliche Kapitalstruktur wird daher im Diskontierungssatz abgebildet (Mandl/Rabel, 2009, S. 66). Baetge et al. (2009, S. 348) merken dazu an, dass dazu die aus der anteiligen Fremdfinanzierung resultierende Steuerersparnis, das sogenannte Tax Shield, in der Form berücksichtigt wird, dass die Renditeforderung um eben diesen Satz gemindert wird.

Die Formel für den WACC setzt sich analog zu diesen Überlegungen wie folgt zusammen²⁰:

$$(VIII) k_{WACC} = r_{FK} \times (1 - s) \times \frac{FK^{MW}}{GK^{MW}} + r_{EK} \times \frac{EK^{MW}}{GK^{MW}}$$

- mit:
- r_{FK} = Risikoadäquate Renditeforderung der Fremdkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen,
 - s = Unternehmenssteuersatz,
 - r_{EK} = Risikoadäquate Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen,
 - FK^{MW} = Marktwert des Fremdkapitals,
 - EK^{MW} = Marktwert des Eigenkapitals,

wobei die Faktoren $\frac{FK^{MW}}{GK^{MW}}$ und $\frac{EK^{MW}}{GK^{MW}}$ die Gewichtung der Renditeforderung abbilden und das Tax Shield durch den Term $(1 - s)$ beschrieben wird (Baetge et al., 2009, S. 348; Mandl/Rabl, 2009, S. 65-66).

¹⁹ Zinszahlungen mindern den zu versteuernden Gewinn. Daher ergibt sich eine im Gegensatz zur reinen Eigenfinanzierung eine geringere Steuerlast durch die ertragsmindernde Berücksichtigung von Zinsen (Tax-Shield)

²⁰ Die dargestellte WACC-Formel ist je nach unternehmensindividueller Situation um weitere Komponenten erweiterbar (bspw. Pensionsverpflichtungen).

An dieser Stelle fällt auf, dass zur Berechnung des k_{WACC} der Marktwert des Eigenkapitals bekannt sein muss. Dieser kann beim FCF-Ansatz jedoch erst unter Zuhilfenahme des k_{WACC} errechnet werden. Zur Lösung dieses als Zirkularitätsproblem bekannten Sachverhaltes empfehlen Mandl/Rabel (2009, S. 66), Matschke/Brösel (2006, S. 564) und Drukarczyk/Schüler (2007, S. 142) den Verschuldungsgrad durch Festlegung einer Zielkapitalstruktur vorzugeben und vereinfachend als konstant anzusehen oder den WACC durch eine Iteration (ebenda) zu berechnen.

Nach der Ermittlung des Marktwerts des Gesamtkapitals durch die Formeln (VII) und (VIII) wird im zweiten Schritt des WACC-Ansatzes der Marktwert des Eigenkapitals (also der Unternehmenswert) durch Abzug des Marktwerts des verzinslichen Fremdkapitals ermittelt (ebenda). Der Marktwert des Fremdkapitals ist hierbei der Barwert der erwarteten Cashflows des zu bewertenden Unternehmens an seine Fremdkapitalgeber. Als Kalkulationszinssatz wird dabei der Fremdkapitalkostensatz²¹ verwendet. Dieser entspricht der risikoäquivalenten Renditeforderung der Fremdkapitalgeber (Baetge et al., 2009, S. 348).

Die dazugehörige Formel zur Berechnung des Marktwertes des Fremdkapitals ist:

$$(IX) FK^{MW} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{FK}}{(1 + r_{FK})^t}$$

mit: CF_t^{FK} = Cashflow an die Fremdkapitalgeber in der Periode t.

Nachdem sich der Wert des Fremdkapitals bestimmt ist, lässt sich der Marktwert des Eigenkapitals aus den jetzt bekannten Größen ableiten:

$$(X) EK^{MW} = GK^{MW} - FK^{MW}.$$

Graphisch lässt sich die Unternehmenswertermittlung wie folgt zusammenfassen:

²¹ Auf eine nähere Betrachtung hinsichtlich der Ermittlung der Fremdkapitalkosten wird an dieser Stelle verzichtet, da dieses für die vorliegende Arbeit nicht zielführend ist.

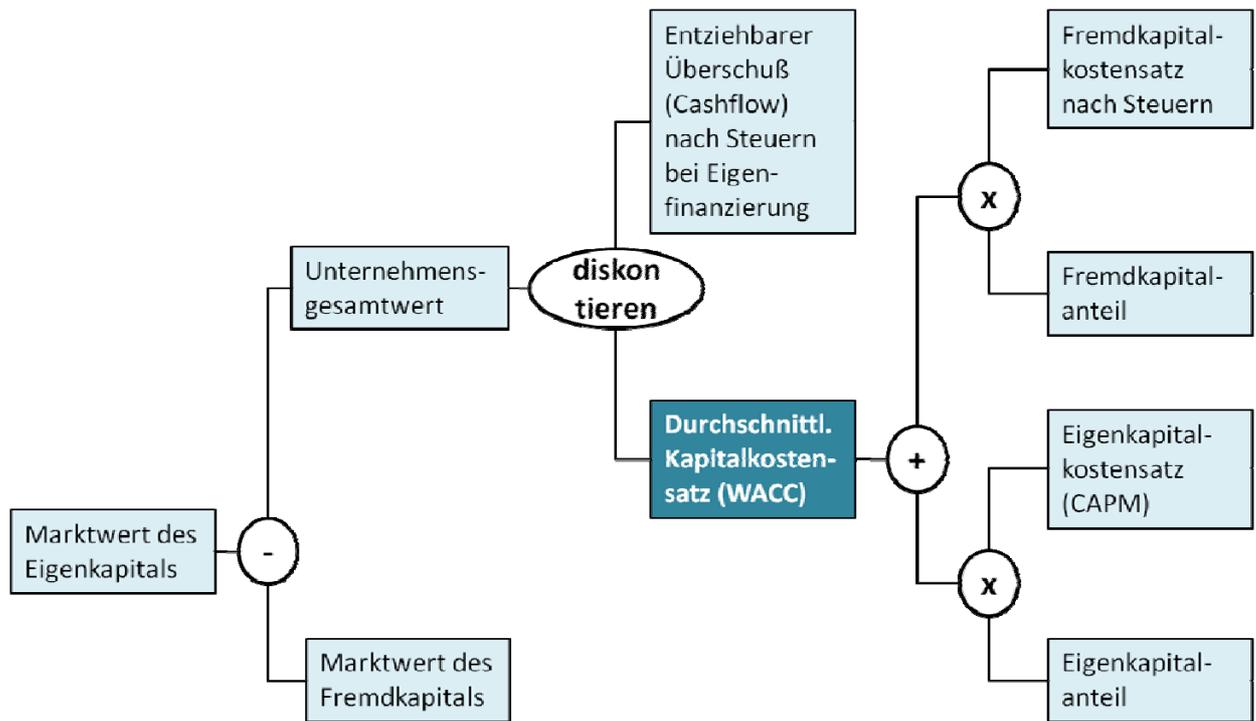


Abbildung 5 - WACC-Ansatz (vgl. Drukarczyk/Schüler, 2007, S. 141)

Eine Größe bei der Berechnung des Eigenkapitals, die bisher noch nicht näher thematisiert wurde, für die Berechnung aber wesentlich ist, ist die Renditeforderung der Eigentümer r_{EK} (Eigenkapitalkosten). Entscheidend bei der Ermittlung dieses Teils der Kapitalkosten ist, wie auch schon beim Ertragswertverfahren (vgl. Kapitel 3.3.1), die Herstellung der Risikoäquivalenz zwischen dem zu bewertenden Objekt und einer Alternativanlage (Baetge et al., 2009, S. 368-369). Wie in dieser Arbeit bereits erwähnt, wird zu diesem Zweck üblicherweise auf die Risikozuschlagsmethode und nicht auf die Sicherheitsäquivalenzmethode zurückgegriffen (Baetge et al., 2009, S. 368; Mandl/Rabel, 2009, S. 68). Baetge et al. (ebenda) und Mandl/Rabel (ebenda) führen weiterhin aus, dass sich die DCF-Verfahren sowie das Ertragswertverfahren zur Ermittlung des Risikozuschlags kapitalmarktorientierter statt individualistischer Verfahren bedienen (ebenda). Dabei wird versucht Risikoprämien durch die Analyse von Marktdaten zu gewinnen (Baetge et al., 2009, S. 369; Mandl/Rabel, 2009, S. 56).

Das Modell, welches den aufgestellten Prämissen (kapitalmarktorientierte Risikozuschlagsmethode) Rechnung trägt und daher für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten verwendet wird, ist das bereits in Kapitel 3.3.1 erwähnte CAPM (u. a. Mandl/Rabel,

2009, S. 68; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114-122), welches in Kapitel 3.3.3 detailliert erklärt wird.

Abschließen soll das Kapitel mit einer kurzen, tabellarischen Gegenüberstellung von Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren. Außerdem kann dem Anhang Nr. (4) noch eine Gegenüberstellung der verschiedenen DCF-Verfahren entnommen werden.

	Ertragswertverfahren	DCF-Verfahren
Methodik	Kapitalwertmethode	Kapitalwertmethode
Diskontierte Größe	Erträge	Free Cashflows
Diskontierungszinssatz	Individuelle Alternativrendite der Eigenkapitalgeber	Gewogener Kapitalkostensatz aus Alternativrendite der Eigenkapitalgeber und Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber (WACC)
Risikoberücksichtigung	Risikozuschlagsmethode mittels CAPM	Risikozuschlagsmethode mittels CAPM
Tax Shield	Über die zu diskontierende Größe	Über den Diskontierungszinssatz
Ergebnis	Marktwert des Eigenkapitals	Marktwert des Gesamtkapitals

Tabelle 6 - Gegenüberstellung von Ertragswert- und DCF-Verfahren (wesentliche Punkte) (eigene Darstellung)

Wie sich aus der Tabelle 6 ersichtlich wird, weisen die beiden dargestellten Verfahren einige Gemeinsamkeiten auf. Hier sind vor allem die Risikoberücksichtigung mittels CAPM sowie die zu Grunde liegende Kapitalwertmethode hervorzuheben.

3.3.3 Berücksichtigung des Risikos mittels CAPM

In den vorausgegangenen Kapiteln wurde dargelegt, dass bei der Bestimmung von Unternehmenswerten in der Regel die Gesamtbewertungsverfahren genutzt werden. Sowohl das Ertragswert- als auch die DCF-Verfahren gründen dabei auf der Investitionstheorie und vergleichen dementsprechend das zu bewertende Unternehmen mit einer alternativen Kapitalanlage bzw. einer Alternativinvestition. Wie bereits dargestellt, ist bei diesem vergleichenden Vorgehen darauf zu achten, dass beide Investitionsmöglichkeiten hinsichtlich ihres Risikos äquivalent sind. Weiterhin wurde festgehalten, dass zur Herstellung der Risikoäquivalenz die Risikozuschlagsmethode ge-

nutzt wird, die bei der Diskontierung der Zahlungsströme den sicheren Zins um einen Risikozuschlag ergänzt.

Zur Ermittlung dieses Risikozuschlags, der sowohl in den DCF-Verfahren als auch im Ertragswertverfahren die risikoadäquate Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalkosten) repräsentiert, ist die Anwendung des Capital Asset Pricing Modell am verbreitetsten (u.a. Behringer, 2009, S. 139, Mandl/Rabel, 2009, S. 68; Peemöller/Kunowski, 2009, S. 313)²². Die Wirkungsweise der CAPM soll in diesem Kapitel kurz dargestellt werden.

Einführend ist zum CAPM anzumerken, dass dieses die Preise für Anlageformen auf dem Kapitalmarkt festhält (Behringer, 2009, S. 139). In Anlehnung an Brealey/Myers/Allen (2008) halten Baetge et al. (2009, S. 370) als weiteren Grundgedanken des CAPM fest, dass das gesamte zu erfassende Risiko einer Anlage²³ sowohl eine systematische als auch eine unsystematische Komponente umfasst.

Als systematisches Risiko einer Anlage wird dabei die Schwankung der Rendite eines Wertpapiers (Kursveränderung plus Dividendenzahlungen plus Erlöse aus dem Verkauf von Bezugsrechten) bezeichnet, „(...) die sich bei Schwankungen der Rendite des Gesamtmarkts (das ist die mittlere Rendite aller existierenden Anlagemöglichkeiten) (...)“ ergibt (Baetge, et al., 2009, S. 371). Das systematische Risiko wird im CAPM-Ansatz durch den sog. Betafaktor (β) abgebildet (u.a. Ogier et al., 2004, S. 18). Der Betafaktor wird auch als individuelles Risikomaß bezeichnet (Ruh, 2006, S. 255).

Neben dem systematischen Risiko unterliegen Wertpapiere immer auch einem unsystematischen Risiko, das alleine durch die Anlage in risikobehaftete (nicht sichere) Anlagen entsteht (Behringer, 2009, S. 139) und daher ohne Einfluss des Gesamtmarktes zustande kommt (Baetge et al., 2009, S. 371). Dieses unsystematische Risiko entsteht Mandl/Rabel (2009, S. 68) zufolge aus unternehmensspezifischen Besonderheiten (Managementfehlern, Wettbewerbsnachteilen etc.)²⁴. Da dieses Risiko jedoch durch Diversifikation der Anlagen vermieden werden kann (Portfoliobildung

²² Weitere Modelle sind bspw. die Arbitrage Pricing Theory, das Drei Faktoren Modell nach Fama/French (Ogier et al., 2004, S. 94)

²³ Im weiteren Verlauf des Kapitels 3.3.3 werden die Begriffe Anlage, Wertpapier und Aktie zur Erklärung des CAPM synonym verwendet.

²⁴ Beispiele für systematische und unsystematische Risiken können dem Anhang Nr. (5) entnommen werden.

der Eigenkapitalgeber) und daher nicht vom Markt vergütet wird, wird es bei der Ermittlung der Kapitalkosten nach dem CAPM nicht berücksichtigt (Mandl/Rabel, ebenda; Behringer, 2009, S. 139; Baetge et al., 2009, S. 371). Die Erkenntnis, dass systematische Risiken durch Diversifizierung beseitigt werden können, geht auf Markowitz (1952) zurück. Es ist anzumerken, dass für eine Diversifizierung 20-30 Aktien (Ogier et al., 2004, S. 12-16) bzw. mehr als 15 Aktien (Garz et al., 2006, S. 47) im Portfolio gehalten werden sollten.

Wichtig ist außerdem, dass das CAPM auf vollkommenen Kapitalmärkten beruht (Gleißner, 2006, S. 237-238). Daher gelten für das CAPM Baetge et al. (2009, S. 371) und Ogier et al. (2004, S. 84-85) zufolge folgende Annahmen:

- (1) Anleger sind risikoscheu und streben nach Gewinnmaximierung.
- (2) Die Anleger haben homogene Erwartungen.
- (3) Anleger können zum risikolosen Zinssatz (r_f) unbeschränkt Kapital anlegen und aufnehmen.
- (4) Alle Vermögensklassen sind liquide.
- (5) Der Markt ist informationseffizient. Alle Anleger haben kostenlos Zugang zu allen Informationen.
- (6) Es bestehen keine Steuern, Transaktionskosten oder andere Beschränkungen.

Neben diesen restriktiven Annahmen wird davon ausgegangen, dass zwischen der erwarteten Rendite und dem systematischen Risiko eines Wertpapiers ein linearer Zusammenhang besteht (ebenda). Grafisch lässt sich das CAPM wie folgt darstellen:

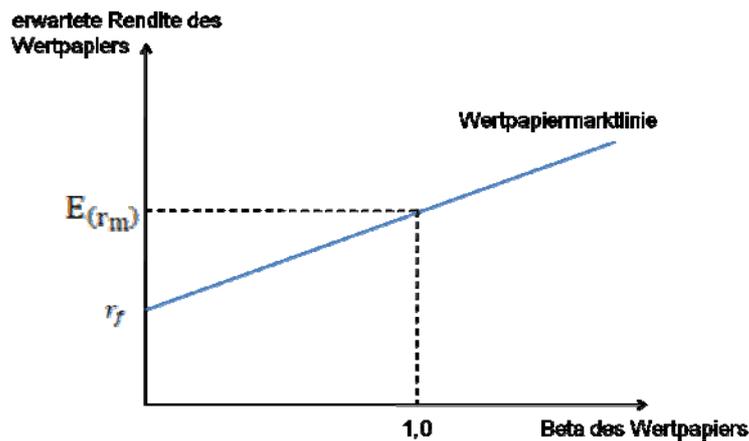


Abbildung 6 - Wertpapierlinie nach dem CAPM (vgl. Baetge et al., 2009, S. 372)

Aus allen vorangegangenen Überlegungen, u.a. zur Berücksichtigung der Risikokomponenten und der Risikoscheu der Investoren (Behringer, 2009, S. 139), ergibt sich nach Baetge et al. (2009, S. 371) die Kernaussage des CAPM zur risikoadäquaten Verzinsung des Eigenkapitals:

„Die Renditeerwartung für ein risikobehaftetes Wertpapier entspricht im Kapitalmarktgleichgewicht der Summe aus dem risikolosen Zinssatz und einer Risikoprämie für jede Einheit übernommenen systematischen Risikos.“

Formal ergibt sich aus dieser Aussage die folgende Formel, die nach Baetge et al. (2009, S. 372) als Grundgleichung des CAPM bekannt ist:

$$(XI) E(r_j) = r_f + (E(r_m) - r_f) \times \beta_j$$

mit: $E(r_j)$ = Erwartungswert der Rendite des Wertpapiers j (Wertpapierlinie),
 $E(r_m)$ = Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios,
 β_j = Beta-Faktor des Wertpapiers j.

Der Ausdruck $(E(r_m) - r_f)$ in Formel (XI) spiegelt die sogenannte Marktrisikoprämie (MRP) wieder (u. a. Ogier et al., 2004, S. 18). Ogier et al. (2004, S. 64) sehen diese Prämie als eine von den Investoren erwartete zusätzliche Vergütung an, die für Investitionen in Kapitalanlagen mit einem durchschnittlichen Risiko im Gegensatz zu

Investitionen ohne Risiko verlangt werden. Bei der Ermittlung der Prämie wird die Rendite des Marktportfolios auf Grundlage der durchschnittlichen historischen Renditen ermittelt, wobei die (mathematisch) richtige Ableitung umstritten ist (vgl. Ballwieser, 2004, S. 95-97). Der Streitpunkt ist dabei, ob die erwarteten Renditen mit Hilfe des arithmetischen oder geometrischen Mittels korrekt geschätzt werden. Es wird argumentiert, dass das arithmetische Mittel die Verteilung der künftigen Renditen beschreibt und sich daher für mehrwertige zukunftsorientierte Größen eignet (Baetge et al., 2009, S. 378). Laut Baetge et al. (ebenda) belegen empirische Studien, dass Renditen auf Aktienmärkten negativ autokorreliert sind. Das arithmetische Mittel tendiert jedoch dazu, solche Daten zu überschätzen. Trotz dieses bis jetzt nicht final gelösten, kontrovers diskutierten Punktes lässt sich festhalten, dass das CAPM mit einer Reihe empirischer Daten arbeitet und dadurch sowohl von Akademikern als auch von Praktikern anerkannt ist (Ogier et al., 2004, S. 30).

Betrachtet man die Auswirkungen des Beta-Faktors im CAPM, wird deutlich, dass ein β_j von null bedeutet, dass die erwartete Rendite des Wertpapiers nicht von Schwankungen der Rendite auf dem Gesamtmarkt betroffen ist (Baetge et al. 2009, S. 372). Bei $\beta_j = 1$ entsprechen sich die Erwartungswerte der Renditen, bei $\beta_j < 1$ schwankt die Rendite des Wertpapiers schwächer als die Marktrendite und vice versa (ebenda).

Nachdem nun die Prinzipien der Ermittlung der Kapitalkosten nach CAPM dargestellt wurden, wird im weiteren Verlauf des Kapitels die praktische Anwendung des CAPM für die Unternehmensbewertung diskutiert.

Baetge et al. (2009, S. 376) führen zur Anwendbarkeit des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags aus, dass risikoadäquate Renditeforderungen der Eigentümer bei den DCF-Verfahren mit Hilfe des CAPM bestimmt werden sollen. Dabei wird die Kenntnis des risikolosen Zinssatzes, der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors des zu bewertenden Unternehmens vorausgesetzt. Die Marktrisikoprämie wird nach Ballwieser (2004, S. 97) und Ogier et al. (2004, S. 79) von verschiedenen Finanzdienstleistern zur Verfügung gestellt, die diese als Durchschnitt von historischen Renditen ermitteln (ebenda; Baetge et al., 2009, S. 377)²⁵. Bei der Ermittlung des

²⁵ Dabei wird davon ausgegangen, dass sich die historischen Kapitalmarktverhältnisse in Zukunft wiederholen (Baetge et al., 2009, S. 377-378)

risikolosen Zinssatzes wird, wie bereits in Kapitel 3.3.1 erwähnt, auf sichere Wertpapiere, beispielsweise Staatsanleihen, zurückgegriffen (Baetge et al., 2009, S: 378; Ogier et al., 2004, S. 31ff). Über die zu wählende Laufzeit gibt es in der Literatur jedoch unterschiedliche Meinungen. Baetge et al. (2002, S. 293) empfehlen den Zinssatz einer kurzfristigen Geldanlage zu verwenden. Um dem Prinzip der in Kapitel 3.3.1. besprochenen Laufzeitäquivalenz und der langfristigen nahe zu kommen, sollten Staatsanleihen nach meiner Meinung eine längere Laufzeit aufweisen.

Bei der Bestimmung der dritten Variablen, des Beta-Faktors, der die einzige unternehmensspezifische Größe darstellt (Knackstedt, 2009, S. 133), ist darauf zu achten, dass auch hier ein zukünftiger Wert prognostiziert werden sollte, damit die Datenkonsistenz im Vergleich zum Zähler erhalten bleibt (Baetge, et al., 2009, S. 376; Ogier et al., 2004, S. 42). In der Praxis wird jedoch häufig auf Vergangenheitsdaten zurückgegriffen (ebenda). Dabei wird zur Ermittlung des Beta die historische Kovarianz mit Hilfe einer einfachen Regressionsanalyse zwischen der Eigenkapitalrendite des Wertpapiers und der Rendite des Marktes ermittelt (Ogier et al., 2004, S. 43-44; Baetge et al., 2009, S. 376-377). Der daraus resultierende Wert wird dann nach Ogier et al. (ebenda) als Stellvertreter für das zukünftige Beta angesehen. Dies scheint nach Auswertung der Literatur, trotz der Schwächen in der Datenkonsistenz, eine für die Praxis geeignete Methode zu sein.

Entscheidend für diese Regressionsanalyse ist die Auswahl eines geeigneten Vergleichsportfolios, da die Rendite des gesamten Marktportfolios, das alle risikobehafteten Geldanlagen umfasst, nicht ermittelbar ist (Baetge et al., 2009, S. 376-377)²⁶. Aufgrund dieser Problematik wird in der Praxis auf einen Aktienindex als Marktportfolio zurückgegriffen, welcher so breit wie möglich aufgestellt und nicht von einer Branche dominiert sein sollte (ebenda, S. 377). Weiterhin ist darauf zu achten, dass der Index den Anlageneigungen eines repräsentativen Anlegers hinsichtlich nationaler oder internationaler Ausrichtung entspricht (ebenda).²⁷ Zur Ermittlung von Beta-Faktoren ist außerdem anzumerken, dass unterschiedliche Beobachtungszeiträume, Beobachtungswerte und Bereinigungsverfahren zu Grunde liegen können (Ogier et

²⁶ An dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass sich die Rendite einer Anlage aus Kursänderungen, Dividenden und Veräußerungserlösen von Bezugsrechten ermittelt.

²⁷ In der Praxis werden als Vergleichsindices häufig der DAX, der M-Dax bzw. C-Dax oder der MSCI World herangezogen.

al., 2004, S. 51). Daher sind Betas von externen Dienstleistern kritisch zu prüfen (ebenda, S. 30).

Zusammenfassend ergibt sich nach dem CAPM die risikoadäquate Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für ein Unternehmen aus der Rendite einer risikolosen Anlage und einer mit einem unternehmensspezifischen Beta-Faktor (β) gewichteten Prämie für die Übernahme des Marktrisikos. Grundlage des CAPM ist dabei die Zerlegung des Risikos in ein unsystematisches Risiko, das nach der Portfoliotheorie durch Diversifikation ausgeschaltet werden kann und das systemische Risiko (oder Marktrisiko), das durch den Beta-Faktor gemessen in die Berechnung einbezogen wird. Das Marktrisiko wird dabei über einen repräsentativen Aktienindex abgeleitet.

Ballwieser (2004, S. 94) fasst die Vorteile des CAPM zusammen:

- Marktorientierte Ermittlung des Risikozuschlags
- Keine Abhängigkeit von der Ertragsverteilung, die nur schwer zu schätzen und zu begründen ist
- Verwendung historischer Daten

Der Zusammenfassung Ballwiesers kann zugestimmt werden, obwohl die Verwendung historischer Daten die Datenkonsistenz in der Bewertung (der Nenner sollte der Zukunftsorientierung des Zählers entsprechen) gefährdet. Richtigerweise sollte festgehalten werden, dass die Ermittlung zukünftiger Daten durch den Rückgriff auf historische Daten plausibilisiert und vereinfacht werden kann. Der wesentliche Nachteil des CAPM besteht darin, dass das zu bewertende Unternehmen an der Börse notiert sein muss, damit das CAPM unmittelbar angewendet werden kann (Baetge et al., 2009, S. 380). Ohne eine Börsennotierung wäre der Rückgriff auf Kapitalmarktdaten (v.a. die Aktienrendite) nicht möglich. Diese Problematik wird im Laufe des vierten Kapitels im Detail besprochen.

3.3.4 Zwischenfazit

Insgesamt wurden in Kapitel 3.3 verschiedene Verfahren zur Bewertung von Unternehmen dargestellt. Die Gesamtbewertungsverfahren wurden aufgrund ihrer Empfehlung durch das IDW und die Verbreitung in der Praxis vertieft. Es wurde gezeigt,

dass sowohl das Ertragswertverfahren als auch die DCF-Verfahren den Wert eines Unternehmens unter investitionstheoretischen Gesichtspunkten durch Diskontieren zukünftiger Zahlungsströme ermitteln. Dabei werden das Unternehmen und eine Alternativanlage verglichen. Das Ertragswertverfahren zielt dabei direkt auf die Rückflüsse an die Eigentümer ab, während das FCF-Verfahren die Rendite der Eigenkapitalgeber in zwei Schritten ermittelt. Durch die Veränderung eines sicheren, laufzeitgleichen Basiszinses durch einen Risikozuschlag (ggf. einen Wachstumszuschlag) wird in allen Verfahren die Äquivalenz und damit die Vergleichbarkeit zwischen den Anlagen hergestellt. Der Risikozuschlag wird in beiden Verfahren mittels CAPM über den Kapitalmarkt ermittelt. Es bleibt festzuhalten, dass die Gesamtbewertungsverfahren insgesamt eine hohe Kapitalmarktorientierung aufzeigen.

4. Bewertung von KMU

In den vorangegangenen Kapiteln wurde eine definitorische Abgrenzung von KMU vorgenommen sowie auf die allgemeinen Grundlagen der Bewertung sowie die relevantesten Bewertungsverfahren eingegangen. Das folgende Kapitel geht nun auf die theoretische und praktische Vereinbarkeit der allgemeinen Bewertungslehre mit den Besonderheiten von deutschen KMU ein und zeigt Probleme und Lösungsansätze für KMU-Bewertungen auf.

4.1 Würdigung der Bewertung mittels Gesamtbewertungsverfahren - Allgemeine Kritik

Im vorausgegangenen Kapitel wurde deutlich gemacht, dass aufgrund der Festlegung auf Transaktionen als Bewertungsanlass die Gesamtbewertungsverfahren als geeignetste und verbreiteteste Methoden zu wählen sind. Dies stimmt mit den Richtlinien des IDW und der Standardliteratur auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung überein. In diesem Kapitel soll nun mit der Überprüfung der Eignung der Verfahren für die Bewertung von KMU fortgefahren werden. Zunächst wird kurz auf die allgemeinen Schwächen der DCF-Verfahren und des Ertragswertverfahrens hingewiesen, bevor in Kapitel 4.2 eine KMU-spezifische Würdigung folgt.

Die allgemeine sowie die spezifische Kritik hinsichtlich der verschiedenen Gesamtbewertungsmethoden richtet sich in der Literatur vor allem auf die Ermittlung des Risikozuschlags bei der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber mittels CAPM (u.a. Behringer, 2009; Ogier et al., 2004; Knackstedt, 2009; Edel, 2007; Ballwieser, 2004). Da dieses Element bei der Wertermittlung, neben der investitionstheoretischen Ableitung, die zentrale Gemeinsamkeit zwischen den DCF-Verfahren und dem Ertragswertverfahren ist, wird an dieser Stelle vorrangig die Kritik am CAPM verfolgt.

Der am weitesten verbreitete Kritikpunkt an der Verwendung des CAPM ist die Unterstellung eines vollkommenen Marktes bzw. die sechs bereits genannten restriktiven Annahmen (u. a. Gleißner, 2006, S. 237-238; Ogier et al., 2004, S. 85; Bruns/Meyer-Bullerdiek, 2003, S. 78). Unisono, auch durch die eben genannten Autoren, wird darauf verwiesen, dass diese Annahmen nur in geringem Maße mit den Gegebenheiten in der Realität zu tun haben.

Einen weiteren Kritikpunkt greift Ruh (2006, S. 257) auf. Er weist darauf hin, dass bei der Ermittlung der risikolosen Zinsen in der Regel sichere Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren bzw. 10 Jahren (wegen der höheren Liquidität) herangezogen werden, da Staatsanleihen mit unendlicher Laufzeit nicht existieren. Damit ist die Laufzeitäquivalenz bei unterstellter unendlicher Unternehmensfortführung ('ewige Rente') nicht mehr gegeben. Zur Lösung dieses Problems empfiehlt Ballwieser (2004, S. 86-88) die Verwendung eines einheitlichen Mischzinssatzes über alle Planungsperioden hinweg, der sich aus der Rendite einer Staatsanleihe mit zehn- bzw. dreißigjähriger Laufzeit zum Bewertungsstichtag und der Renditeschätzung der nachhaltig erwarteten Anschlussverzinsung zusammensetzt.

Auch der beträchtliche Gestaltungsspielraum, der bei der Ableitung der Marktrisikoprämie vorhanden ist, wird kritisiert (Ruh, 2006, S. 258 - 259). Hierbei haben vor allem die Wahl des repräsentativen Aktienindex sowie die Ableitung über das geometrische oder arithmetische Mittel einen großen Einfluss auf die Markttrenditen und Marktrisikoprämien (Ruh, ebenda; Ballwieser, 2004, S. 94 - 97)²⁸.

²⁸ Eine Übersicht zu den unterschiedlichen Ergebnissen historischer Schätzungen von Marktrisikoprämien mittels geometrischen und arithmetischen Mittel kann dem Anhang Nr. (6) entnommen werden.

Die bisher geäußerte Kritik, die hauptsächlich auf die Portfoliotheorie zurückzuführen ist, fasst Busch (2008, S. 197) damit zusammen, dass er explizit die praktische Beweisbarkeit sowie die Anwendbarkeit anzweifelt.

Als Reaktion auf die geäußerte Kritik empfehlen unter anderem Bruns/Meyer-Bullerdiel (2003, S. 79f) und Gleißner (2006, S. 238f) angepasste Verfahren bzw. Modellmodifikationen zur Bestimmung des Risikos, anstelle der Ermittlung über Betas, einzusetzen (z. B. Eigenkapitalbedarf als Risikomaß (Gleißner), Intertemporale Modelle, Generalized CAPM (beides mehrdimensionale Interpretationen), Multi-Beta CAPM sowie die Arbitrage Pricing Theory (Bruns/Meyer-Bullerdiel)). Da Ogier et al. (2004, S. 85) hingegen darauf verweisen, dass das CAPM der Überprüfung durch empirische Daten weitestgehend standgehalten hat, soll auch in dieser Arbeit, trotz der im Allgemeinen nachvollziehbaren Kritik, an den Gesamtbewertungsverfahren inkl. CAPM festgehalten werden. Außerdem weisen die weiteren vom IDW (IDW S 1 i.d.F. 2008) aufgeführten Verfahren ebenfalls teils beträchtliche Schwächen auf. So wird beim Liquidationserlös (ebenda, Tz. 140) sowie beim Substanzwert (ebenda, Tz. 172) darauf verwiesen, dass diese nur auf ausdrücklichen Auftrag zu ermitteln sind, da ihnen grundsätzlich der Zukunftsbezug, der bei einer Transaktion für den Käufer von herausragender Bedeutung ist, fehlt (u.a. ebenda, Tz. 173). Hinzu kommt, dass bspw. beim Substanzwertverfahren die immateriellen Vermögenswerte schwer zu ermitteln sind. Bei der Multiplikatormethode trifft man auf eine hohe Anzahl von Vereinfachungen, so dass die Ergebnisse dieses Verfahrens nur als grobe Schätzung angesehen werden können. In dieselbe Richtung argumentiert das IDW (ebenda, Tz. 143), wenn darauf hingewiesen wird, dass diese vereinfachte Preisfindung nur zur Plausibilitätskontrolle genutzt werden sollte. Diese schwerwiegenden Schwächen der anderen Verfahren bestärken die Einschätzung, dass das Ertragswert- und das DCF-Verfahren für die Bewertung die gegenwärtig besten Verfahren für die praktische Anwendung sind.

4.2 Spezifische Probleme und Lösungsansätze bei der Bewertung von KMU

An dieser Stelle soll einleitend festgestellt werden, dass es bei der Berücksichtigung der spezifischen Probleme, die im Folgenden herausgestellt werden, nach Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 596) insgesamt drei verschiedene Vorgehensweisen zu unterscheiden gilt:

1. Die Berücksichtigung der Besonderheiten *in den erwarteten finanziellen Überschüssen (Zähler)*.
2. Die Berücksichtigung der Besonderheiten *im Kapitalisierungszinssatz (Nenner)*.
3. Die Berücksichtigung der Besonderheiten durch *Anpassung des (nach allgemeinen Grundsätzen) ermittelten Unternehmenswertes*.

Die nun folgenden Ausführungen werden sich vorrangig mit den spezifischen Problemen bei der Bewertung von KMU beschäftigen, die bei der Ermittlung der Kapitalkosten entstehen (Ogier et al., 2004, S. 245-246). Diese Berücksichtigung der Besonderheiten, die, wie noch gezeigt wird, zu Anpassungen der Kapitalkosten führen können, wird dabei hinsichtlich ihrer Anwendbarkeit analysiert.

Bevor in den folgenden Kapiteln die problematischen Sachverhalte bei der Bewertung mit den Gesamtbewertungsverfahren analysiert werden, die sich aus den Kapitalkosten bzw. den Überlegungen zu den Kapitalkosten ergeben, sollen vorab die wichtigsten Erkenntnisse hinsichtlich der qualitativen Merkmale von KMU noch einmal aufgeführt werden (vgl. Kapitel 2.2).

Ein KMU im Sinne dieser Arbeit ist

- ein rechtliches und wirtschaftlich selbstständiges Unternehmen
- mit weniger als 500 Beschäftigten,
- bei dem es einen Eigentümer-Unternehmer gibt, für den das Unternehmen eine wichtige Existenzgrundlage darstellt und
- das keinen Zugang zur Börse hat.

Aus dem letztgenannten Punkt, dem fehlenden Börsenzugang, ergibt sich für die Kapitalkostenermittlung mittels CAPM ein entscheidendes Problem für die Ermittlung

des Beta. Der unternehmensindividuelle Betafaktor lässt sich nur direkt bestimmen, wenn das Unternehmen an einer Börse notiert ist (u.a. Ballwieser, 2004, S. 97). Diese Problematik wird Gegenstand der Diskussion in Kapitel 4.2.1.

Zusätzlich zur Problematik der Beta-Ermittlung gibt es unter anderem noch drei weitere, breit diskutierte Einwände für die Verwendbarkeit des CAPM bei der Bewertung von KMU, die sich aus den festgestellten, typischen Eigenschaften ergeben.

- (1) Für Eigentümer von KMU, die in der Regel Geld- und Humankapital zu großen Teilen im eigenen Unternehmen gebunden haben, ist die *Risikodiversifikation*, wie sie mit dem Zusammenstellen von Portfolios am Kapitalmarkt möglich ist und wie sie für die Beseitigung des unsystematischen Risikos vorausgesetzt wird, sehr schwierig bzw. kaum erfüllt (Behringer, 2009, S. 143; Knackstedt, 2009, S. 140; Jonas, 2008, S. S121; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 597).
- (2) Im CAPM wird eine ständige Liquidierbarkeit bzw. *Fungibilität* der Anlagen unterstellt, die bei KMU gemäß oben stehender Definition nicht gegeben ist, da KMU keinen direkten Zugang zur Börse haben bzw. nicht börsennotiert sind (Behringer, 2009, S. 143 - 144; Cheridito/Schneller, 2008, 418 - 419; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598). Aus der fehlenden Börsennotierung ergibt sich zudem, dass bei einem außerbörslichen Verkauf Transaktionskosten (Notariatskosten, Bewertungsgutachten etc.) hinzukommen, die nach den Prämissen des CAPM (vgl. Kapitel 3.3.3) nicht vorhanden sein dürften (Behringer, 2009, S. 144; Knackstedt, 2009, S. 142).
- (3) Bei niedrig kapitalisierten bzw. kleinen Unternehmen lag die erzielte Rendite historisch signifikant über den erwarteten Renditen, die mittels des CAPM geschätzt wurden (Cheridito/Schneller, 2008, 417). Diese *Renditeunterschiede (Überrenditen) von Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung* sind auch bei Vogler (2009, S. 383) zu finden.

Diese drei Probleme (Problem (1): Diversifikation; Probleme (2): Liquidierbarkeit; Problem (3): Überrenditen) werden Gegenstand der Untersuchung in den Kapiteln 4.2.2, 4.2.4 und 4.2.5.

Die besonderen Anpassungserfordernisse, die sich hinsichtlich der im IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 38-42) erwähnten Managementfaktoren bei personenbezogenen Unternehmen ergeben, werden in dieser Arbeit nicht gesondert berücksichtigt, da diese

Anpassungen nach der allgemeinen Meinung in den Nettorückflüssen und nicht in den Kapitalkosten berücksichtigt werden (u.a. Ogier et al., 2004, 274-275).

4.2.1 Börsennotierung und Betafaktor

Wie bereits erwähnt, ergibt sich aus dem fehlenden Börsenzugang die offensichtlichste Problematik der Bewertung von KMU durch Verfahren, die wie die Gesamtbewertungsverfahren auf dem CAPM beruhen. Der unternehmensindividuelle Betafaktor lässt sich nur bei einer Börsennotierung des zu bewertenden Unternehmens direkt mittels Regressionsanalyse bestimmen (Ballwieser, 2004, S. 97; Ruh, 2006, S. 259). Das heißt, dass die Aktienrenditen für nicht börsennotierte Unternehmen, wie bereits in Kapitel 3.3.3 erwähnt, nicht zu beobachten sind (Baetge et al., 2009, S. 380).

Wenn keine Daten zur Ermittlung des Betafaktors für das Bewertungsobjekt vorliegen, empfiehlt die Literatur für die Ableitung von Risikozuschlägen auf ‚Analogiesätze‘ (u. a. Baetge, ebenda; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 597), d. h. auf die Betafaktoren ähnlicher Unternehmen (Behringer, 2009, S. 141), zur Schätzung von Betafaktoren zurückzugreifen. Die wichtigste Aufgabe bei der Ermittlung von Analogiesätzen besteht darin, für das zu bewertende Unternehmen ein börsennotiertes Referenzunternehmen zu finden, dessen Tätigkeitsbereich mit den Aktivitäten des betrachteten Unternehmens eine möglichst hohe Vergleichbarkeit aufweist (Baetge et al., 2009, S. 380). Wichtig ist dabei, dass die Unternehmen nicht identisch sein müssen und dass der Auswahl und Gewichtung der Vergleichsunternehmen eine herausragende Stellung zukommt (ebenda).

Eine detailliertere Aufstellung der Kriterien, nach denen die Ähnlichkeit zwischen Unternehmen beurteilt wird, wird von Behringer (2009, S. 141) veröffentlicht und hier durch Baetge et al. (2009, S. 380) ergänzt. Den Autoren zufolge müssen folgende Faktoren untersucht werden:

- Branchenzugehörigkeit
- Eigentümerstruktur
- Größe

- Bilanzkennzahlen
- Produkte
- Regionale Absatzwege

Es wird jedoch allgemein darauf verwiesen (u. a. Baetge et al., 2009, S: 381; Behringer, 2009, S. 142), dass die Anwendung dieses als Pure Play Beta bezeichneten Verfahrens Schwierigkeiten bereitet, da nur in seltenen Fällen vergleichbare, börsennotierte Unternehmen mit einer hinreichenden Übereinstimmung gefunden werden.

Zur Lösung dieses Problems empfiehlt die Literatur die Verwendung von *Branchen-Betas* oder des Betas einer Referenzgruppe (Peer Group). Der Einsatz von Branchen-Betas ist möglich, falls sich das Zielunternehmen einer homogenen Branche zuordnen lässt (Baetge et al., 2009, S. 381), da davon ausgegangen wird, dass das Risiko von Unternehmen entscheidend durch die Branche geprägt ist (Behringer, 2009, S. 142, Baar/Streit, 2007, S. 83). Dabei wird der Betafaktor über den Durchschnitt der Betafaktoren aller Unternehmen dieser Branche ermittelt (ebenda).

Der folgenden Tabelle können beispielhaft Branchen-Betas entnommen werden.

Branche	β-Faktor
Telekom	1,48
Automobil	1,29
Banken	1,25
Technologie	1,24
Industrie	0,97
Einzelhandel	0,76
Chemie	0,72
Lebensmittel	0,70
Pharmaunternehmen	0,53

Tabelle 7 - Branchen-Betas (vgl. Behringer, 2009, S. 143)²⁹

Der Vorteil des Branchen-Betas liegt in der Glättung von Zufallsschwankungen einzelner Unternehmen (Baetge et al., 2009, S. 381). Nachteilig wirkt sich aus, dass die Unterschiede der Risikofaktoren der Unternehmen innerhalb der Branche nicht berücksichtigt werden (ebenda). Baetge et al. (ebenda) halten das Branchen-Beta da-

²⁹ Eine ausführliche Aufstellung von Branchen-Betas kann dem Anhang Nr. (7) entnommen werden.

her für ungeeignet. Bezugnehmend auf KMU fügen Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 594) an, dass branchenspezifische Kennzahlen von KMU selten zur Verfügung stehen. Schütte/Biastoch (ebenda) führen weiter aus, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass die bewertungsrelevanten Besonderheiten von KMU in den Branchenfaktoren eine angemessene Berücksichtigung finden, u.a. da die Branchen-Betas überwiegend aus großen Unternehmen abgeleitet sind.

Alternativ zum Branchen-Beta kann die *Approximation über eine Gruppe von Referenzunternehmen (Peer Group)* erfolgen (u. a. Baetge et al., 2009, S. 381; Baar/Streit, 2007, S. 83). Bei diesem Verfahren wird eine Gruppe börsennotierter Unternehmen aus der Branche des Bewertungsobjekts auf Grundlage von zuvor definierten Kennzahlen ausgewählt, deren Beta-Faktoren per Mittelwertverfahren das relevante Beta ergeben (Baar/Streit, ebenda). Durch dieses Vorgehen ist es möglich eine im Vergleich zum Branchen-Beta geeignetere Auswahl, hinsichtlich der Ähnlichkeit und Vergleichbarkeit, zu treffen (Baetge et al., 2009, S. 381).

Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 597) führen dazu ergänzend aus, dass sowohl bei der Peer Group-Methode als auch bei den Branchenbetas die relevante Branche, bei einer geringen Anzahl an Vergleichsunternehmen, oftmals weiter gefasst wird. Daraus resultieren Einschränkungen hinsichtlich der Vergleichbarkeit von KMU mit den Alternativen. Es wird jedoch gleichzeitig darauf hingewiesen, dass dies kein spezifisches KMU Problem ist, da eine gewisse Subjektivität auch dann gegeben ist, wenn die Analogiemethode auf große Unternehmen angewendet wird (ebenda)³⁰. Bezogen auf KMU bedeutet dies Jonas (2008, S. S 117) zufolge insgesamt, dass weiterhin eine Besonderheit bzw. Schwierigkeit darin besteht, den Unternehmenswert von KMU aus den Preisen und Renditen großer Unternehmen abzuleiten.

Das IDW (IDW S 1, i.d.F. 2008, Tz. 121) veröffentlicht in diesem Zusammenhang den folgenden Hinweis:

„Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (Zukunftsausrichtung, Datenqualität, Angemessenheit im Hinblick auf die Kapitalstruktur, Übertragung ausländischer Betafaktoren).“

³⁰ Dieselbe Kritik der Auswahlmöglichkeit von Peer Group-Unternehmen bzw. der Anwendbarkeit von Vergleichswerten auf Branchenebene trifft auch für die Multiplikatoren-Verfahren zu (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 594).

Nach der Berücksichtigung der eben angeführten Argumente bezüglich der Probleme der Approximation des Beta-Faktors ist fraglich, ob das CAPM für kleine und mittlere Unternehmen überhaupt relevant ist (Behringer, 2009, S. 143). Diese Fragestellung soll an dieser Stelle jedoch erst einmal zurückgestellt werden, da im weiteren Verlauf dazu noch einmal Stellung bezogen wird.

4.2.2 Diversifikation

In diesem Kapitel soll das folgende Problem diskutiert werden:

Problem (1):

Für Eigentümer von KMU, die in der Regel Geld- und Humankapital zu großen Teilen im eigenen Unternehmen gebunden haben, ist die Risikodiversifikation, wie sie mit dem Zusammenstellen von Portfolios am Kapitalmarkt möglich ist und wie sie für die Beseitigung des unsystematischen Risikos vorausgesetzt wird, sehr schwierig bzw. kaum erfüllt.

Zu dem Problem des gering bis gar nicht diversifizierten Eigentümer-Unternehmer führt Behringer (2009, S.45) aus, dass dieser wegen fehlender Diversifizierung auch ein erhebliches unsystematisches Risiko tragen muss. Dieses könnte er nach den Methoden der modernen Kapitalmarkttheorie, die den in dieser Arbeit gewählten Unternehmensbewertungsmethoden zu Grunde liegen, grundsätzlich wegdiversifizieren. Nach Behringers (ebenda) Auffassung können die Bewertungsmethoden daher aus der Sicht des Eigentümer-Unternehmers nicht oder nur unter Modifikationen angewendet werden. Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 597-598) unterstützen diese These, dass sich der unsystematische Teil des Risikos, der durch den nicht ausreichenden diversifizierten Eigentümer einer KMU entsteht, in der Bewertung durch Anpassungen berücksichtigt werden muss. Busch (2008, S. 208) sowie Kratz/Wangler (2005, S. 171) erklären, dass die Übernahme des unsystematischen Risikos durch einen KMU-Investor vergütet werden muss.

Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 597-598) schlagen dabei zwei unterschiedliche Arten der Berücksichtigung vor:

1. Den Erwartungswert der finanziellen Überschüsse im Zähler um einen Risikoabschlag reduzieren.

2. Einen zusätzlichen Risikozuschlag im Nenner für das aus einer zu geringen Diversifikation der Eigentümer resultierende Risiko ansetzen.

Da die Überlegungen zum systematischen und unsystematischen Risiko ursprünglich bei der Ermittlung des Risikozuschlags auftauchen, ist es meiner Meinung nach zweckmäßig, die Übernahme des unsystematischen Risikos ggf. im Nenner zu berücksichtigen.

Auch Jonas (2008, S. S121) leitet die Notwendigkeit eines zusätzlichen Risikoabzuschlags aus der zu geringen Diversifikation ab. Er verweist dabei darauf, dass die nach CAPM abgeleiteten Risikozuschläge um „Diversifikationseffekte“ gemindert sind, die nach den vorangegangenen Überlegungen bei einem KMU-Eigner in der Regel nicht zutreffen. Diese Risikozuschläge nach CAPM sind daher zu gering und ergeben bei der Bewertung zu hohe Unternehmenswerte.

Für die Ermittlung der notwendigen Anpassung des Risikozuschlags leitet Jonas (ebenda) die folgenden Formeln ab:

$$(XII) E(r_{j,diversifiziert}) = r_f + \beta_j \times MRP$$

$$(XIII) E(r_{j,nicht\ diversifiziert}) = r_f + \frac{\sigma_j}{\sigma_m} \times MRP$$

$$\Rightarrow (XIV) E(r_{j,nicht\ diversifiziert}) - E(r_{j,diversifiziert}) = \left(\frac{\sigma_j}{\sigma_m} - \beta_j \right) \times MRP$$

mit: σ_j = Volatilität eines Unternehmens,
 σ_m = Volatilität des Marktportfolios.

Die Auswirkungen, die ein solcher Risikozuschlag nach sich zieht, versucht Jonas (ebenda) durch die folgende Modellüberlegung zu verdeutlichen. Durch das Einsetzen realistisch erscheinender Beispielwerte ($MRP = 5\%$, $\beta_j = 1$, $\sigma_j = 50\%$, $\sigma_m = 20\%$; in Anlehnung an Jonas, 2008, S. S121) in die Formel (XIII) zur Ermittlung der Anpassung des Risikozuschlags ergibt sich eine Erhöhung des Risikozuschlags von 7,5%-Punkten. Dies würde einem Wertabschlag von rund 40% entsprechen.

Der oben genannte Wertabschlag ist dabei, im Vergleich zu der ermittelten risiko-
adäquaten Verzinsung auf das Eigenkapital, für die Übernahme von systematischem
und unsystematischem Risiko nach einer Studie von Kerins et al. (2004) noch gering.
Die vorgenannte Studie fordert einen Zuschlag von knapp 29%-Punkten und schätzt
die Kapitalkosten auf insgesamt 40% (Busch, 2008, S. 214). Die Ergebnisse dieser
Studie können in der Praxis der Bewertung von deutschen KMU jedoch kaum Ver-
wendung finden, da sie sich auf amerikanische „early stage“ Unternehmen bezieht,
die aufgrund der Frühphase ihrer Entwicklung ein besonderes, hohes Risikoprofil
aufweisen (ebenda). Eine weitere Einschränkung ergibt sich aus der Fokussierung
auf Unternehmen aus der Hightech Branche (ebenda). Diese Kritik ist meiner Mei-
nung nach voll gerechtfertigt. Die Verwendung eines so abgeleiteten Abschlags in
der Bewertung eines Unternehmens, das kein „early stage“ Unternehmen aus der
Hightech Branche ist, kann kaum gerechtfertigt werden. Ein solcher Schritt wider-
spricht auch den nachvollziehbaren Überlegungen zum Peer Group- und Branchen-
Beta beim Analogieansatz.

Trotz der Ableitung der oben genannten Formel (XIV) spricht sich Jonas (2008, S.
S121) eher gegen eine grundsätzliche Empfehlung für einen Abschlag in der Bewer-
tungspraxis aus. Er führt an, dass das subjektive Kalkül eines gering bzw. gar nicht
diversifizierten Investors oder Eigentümers für eine objektivierte Unternehmensbe-
wertung keine Rolle spielen sollte. Vielmehr spielt bei den Überlegungen eine Rolle,
inwiefern das Zielunternehmen am Markt typischerweise von diversifizierten Investo-
ren gehalten wird (ebenda). Gegen das Argument, dass diese typischen Investoren
auch gering diversifiziert sind, und eine pauschale Adjustierung damit gerechtfertigt
wäre, führt Jonas (ebenda) die Ergebnisse empirischer Studien an (bspw. Statman,
1987), die belegen, dass bereits bei einer geringen Anzahl an Anlagen ein Diversifi-
kationseffekt erzielt werden kann, der einem vollständig diversifizierten Marktportfolio
nahezu entspricht. Jonas (ebenda) kommt schließlich zu dem Schluss, dass eine
Empfehlung für einen allgemeingültigen Wertabschlag, der den Diversifikationsdefizi-
ten Rechnung trägt, schwer fällt. Diese Einschätzung von Jonas, vor allem hinsicht-
lich der Nicht-Berücksichtigung der Unterdiversifizierung eines einzelnen Investors,
ist nachvollziehbar. Für den Fall eines hochdiversifizierten Finanzinvestors, der bspw.
bei einer Unternehmenstransaktion als Käufer auftritt, kann eine grundsätzliche Be-
rücksichtigung der geringen Diversifizierung nicht mehr gerechtfertigt sein.

Kratz/Wangler (2005, S. 170-175) veröffentlichen ein weiteres Verfahren zur Berücksichtigung der Unterdiversifizierung. Sie berücksichtigen dabei die Opportunitätskosten für den freiwilligen Verzicht auf Diversifizierungsmöglichkeiten. Als Risikomaß entfällt der Beta-Faktor; es wird die Standardabweichung eines risikoeffizienten Marktportfolios genutzt. Mit ihrem Verfahren errechnen Kratz/Wangler (2005, S. 174) einen beispielhaften Wert für die geforderte Eigenkapitalrendite von 37,78%. Dieses Verfahren wurde jedoch von Busch (2008, S. 215) u. a. wegen der Verwendung von subjektiv zu schätzenden Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Ertragserwartungen des Marktportfolios und der Cash Flows des Unternehmens stark kritisiert. Da das Verfahren außerdem in der weiteren Literatur keine Erwähnung findet, wird auf eine ausführliche Analyse des Verfahrens sowie auf die Benutzung der Formel zur Ermittlung von Abschlägen in dieser Arbeit verzichtet.

Insgesamt wirkt sich auf Zuschlagsverfahren, die das unsystematische Risiko mit berücksichtigen, einschränkend aus, dass diese subjektiven Einschätzungen unterliegen (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598). Diese subjektiven Einschätzungen resultieren aus der fehlenden Möglichkeit, die Anpassungen marktmäßig zu objektivieren (ebenda). Auch das Verfahren von Kratz/Wangler (2005) bietet durch die subjektive Schätzung der Wahrscheinlichkeitsverteilung meiner Meinung nach keine Alternative. Aufgrund der fehlenden Verfahren zur Objektivierung von Anpassungen ergibt sich für den Bewertenden die Anforderung für subjektive Risikoanpassungen, ein Bewusstsein hinsichtlich der Auswirkungen auf die Bewertung zu entwickeln. Der Grund dafür ist, dass sich beispielsweise ein Zuschlag wie bei Jonas (2008, S. S121) bei einem niedrigen ursprünglichen Kapitalisierungszins (i. H. v. 5%) stärker auf den absoluten Wert auswirkt, als bei einem höheren Kapitalisierungszins (i. H. v. 15%). Dieser Umstand der unterschiedlich starken Auswirkungen sowie der fehlenden Objektivität verstärkt die Auffassung, dass allgemeine, pauschale Abschläge nicht empfohlen werden können.

Zusammenfassend erklären Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 598), dass es für die Berücksichtigung der geringen Diversifikation keine ausreichend gelösten Verfahren gibt, die, anders als die vorgestellten Optionen, auf einer schematischen und objektivierten Grundlage beruhen. Auch in der weiteren Literatur werden die Unzulänglichkeiten hinsichtlich der eigentlich als Grundsatz angenommenen aber fehlenden Diversifizierung zwar mehrfach angesprochen, konkrete Hinweise auf passende Ver-

fahren zur Ermittlung von Zuschlägen bzw. Wertminderungen finden sich jedoch nicht. Dieser Erkenntnis folgend können meiner Meinung nach die oben beispielhaft aufgeführten Abschlüsse, auch in Anlehnung an Jonas (2008, S. S121), nur zur Kenntnis genommen, jedoch nicht als Empfehlung oder Referenz angesehen werden.

4.2.3 Zwischenfazit – Überlegungen zur Eignung der Gesamtbewertungsverfahren

Aus den vorangegangenen Überlegungen ergibt sich an dieser Stelle erneut die Frage, ob die Gesamtbewertungsverfahren überhaupt auf die Bewertung von KMU anzuwenden sind.

Zur Beantwortung dieser Frage soll auf mehrere Autoren (u. a. Jonas, 2008; Mandl/Rabel, 1999; Helbling, 2006 und 2009) verwiesen werden, die sich für die Gesamtbewertungsmethoden (insb. DCF-Verfahren) aussprechen. Helbling (2009, S. 709) argumentiert dabei auch mit den eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten der KMU (Zugang zu Kapitalmarkt, Abhängigkeit von den Möglichkeiten des Eigentümers), die oftmals direkt (Liquidität) oder indirekt (fehlende Wachstumsfinanzierung) die Ursache für Unternehmensverkäufe sind. Aufgrund dieser Einschränkung empfiehlt er (ebenda) explizit die Bewertung nach der Gesamtkapitalmethode (Entity-Approach) zu vollziehen, da dabei eine größere Flexibilität besteht, Änderungen hinsichtlich der Finanzierungsstruktur vorzunehmen (ebenda).³¹

Auch die Verwendung des CAPM an sich wird mehrheitlich befürwortet. Exemplarisch steht hierfür die Argumentation von Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 595). Sie erklären, dass als Ausgangsbasis zur Risikobestimmung bei KMU das CAPM zu verwenden ist, da bislang keine besseren Alternativen zur Verfügung stehen.

Da sich besonders die aus der Praxis stammenden hier zitierten Autoren (bspw. Jonas; Zieger/Schütte-Biastoch), trotz der erwähnten Probleme und KMU-typischen Risiken klar für das DCF aussprechen, folgt laut Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 592) das Problem der angemessenen Berücksichtigung der KMU-spezifischen Ei-

³¹ Wie bereits dargestellt ist es bei der Bewertung nach dem FCF-Verfahren möglich, die Kapitalstruktur vorzugeben.

genschaften im Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1. Da die Charakteristika der KMU jeweils unterschiedlich stark ausgeprägt sind, wird empfohlen, diese Merkmale als Basis für mögliche *Anpassungserfordernisse bei der Bewertung* (vgl. Kapitel 4.2.) zu berücksichtigen (ebenda). Weil die Bewertung von KMU aber immer auch kostensensibel ist, ist dabei gleichzeitig auf eine angemessene Reduktion der Komplexität zu achten (ebenda).

In den nachfolgenden Kapiteln werden exemplarisch zwei solcher Anpassungen über Zuschläge und Abschläge dargestellt, die sich aus Überlegungen zu den Kapitalkosten in der besonderen Situation der Bewertung von KMU ergeben. Dabei wird auf die in Kapitel 4.2 genannten besonderen Probleme (2) (Liquidierbarkeit) und (3) (Überrenditen) eingegangen. An dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass in dieser Arbeit die Berücksichtigung von Korrekturgrößen aus Überlegungen zu den Kapitalkosten bzw. dem Kapitalisierungszins erfolgen. Im Folgenden werden nur zwei ausgewählte und besonders häufig genannte und beschriebene Wertabschläge diskutiert, obwohl laut Cheridito/Schneller (2008, S. 416-417) in der Praxis viele verschiedene Zu- und Abschläge zu finden sind³². Zu- und Abschläge, die auf KMU angewendet werden können, die aber auch bei der Bewertung von großen Unternehmen typischerweise angewendet werden bzw. nicht eng mit den speziellen Eigenschaften von KMU in Verbindung gebracht werden können, werden in der vorliegenden Arbeit nicht berücksichtigt.

4.2.4 Fungibilität

In diesem Kapitel wird zu Problem (2) aus Kapitel 4. 2 Stellung bezogen.

Problem (2):

Im CAPM wird eine ständige Liquidierbarkeit bzw. Fungibilität der Anlagen unterstellt, die bei KMU definitionsgemäß nicht gegeben ist, da KMU keinen Zugang zur Börse haben bzw. nicht börsennotiert sind.

Fungibilität ist die Fähigkeit „das Eigentumsrecht an einem (Anteil an einem) Unternehmen schnell, sicher und ohne hohe Kosten durch Geld substituieren zu können“

³² Einen Überblick über denkbare Zu- und Abschläge kann dem Anhang Nr. (8) entnommen werden.

(Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598). Diese Fungibilität ist bei KMU jedoch häufig nicht gegeben, da Anteile an KMU - durch den fehlenden Börsenzugang - keine Handelbarkeit am Kapitalmarkt aufweisen (Cheridito/Schneller, 2008, S. 418) bzw. nicht an einem organisierten Kapitalmarkt gehandelt werden (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598, Ogier et al. 2004, S. 245). Da die fehlende Fungibilität den Grundannahmen des CAPM, das eine tägliche Handelbarkeit unterstellt, gegenüber steht (ebenda), wird der ermittelte Unternehmenswert von KMU im Gegensatz zur Wertermittlung bei großen, börsennotierten Unternehmen in der Praxis mit einem Abschlag versehen, der dieser Restriktion Rechnung trägt (Dodel, 2008, S. 2). Rojahn (2008) weist in seiner Arbeit mit Hilfe erweiterter Asset Pricing Modelle nach, dass fehlende Liquidität auf dem deutschen Aktienmarkt tatsächlich zu einer erhöhten Renditeforderung bei Anlegern führt.

Die fehlende Börsennotierung von KMU ist jedoch nur der offensichtlichste Grund, dass bei einem KMU von fehlender Fungibilität gesprochen werden kann. Cheridito/Schneller (2008, S. 420) führen noch eine Reihe weiterer Faktoren auf, die die Fungibilität/Marktgängigkeit von Unternehmen beeinträchtigt (vgl. Tabelle 8). Diese Faktoren werden teilweise auch von Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 598) aufgegriffen.

Faktor	Kommentar
Restriktionen beim Transfer von Unternehmensanteilen/fehlende Börsennotierung	Verschiedenartige Formen von Transferrestriktionen vermindern die Marktgängigkeit, insbesondere wenn das Unternehmen privat gehalten und die Titel nicht an einer Börse gehandelt werden.
Mehrheit oder Minderheit am Unternehmen	Gerade bei privat gehaltenen Unternehmen werden Kontrollanteile häufig als marktgängiger betrachtet als Minderheitenanteile.
Verteilung der Anteile am Unternehmen	Die spezifische Konstellation der Verteilung der Anteile kann die Marktgängigkeit der Anteile wesentlich beeinflussen.
Größe des Unternehmens	Kleinere Unternehmen werden tendenziell als weniger marktgängig eingestuft als große Unternehmen.
Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen	Restriktionen bei der Informationsbeschaffung erhöhen die Unsicherheit und beeinflussen die Marktgängigkeit.
Attraktivität des Branchenumfelds	Zustand und Zukunftsaussichten der Branche, die Konkurrenzsituation, der Pool von möglichen Käufern usw. haben einen Einfluss auf die Marktgängigkeit.
Dividendenpolitik	Die historische Dividendenpolitik und die gegenwärtige Fähigkeit Dividenden ausschütten zu können, spielen eine Rolle.
Allgemeines Börsenumfeld	Je pessimistischer das allgemeine Börsen-/Transaktionsumfeld eingestuft wird, desto niedriger ist tendenziell die Marktgängigkeit.

Tabelle 8 - Faktoren für die fehlende Marktgängigkeit (vgl. Cheridito/Schneller, 2008, S. 420)

Unter Berücksichtigung aller eben genannter Faktoren, wird der Fungibilitätsabschlag³³ in der Theorie vor allem damit begründet, dass die Veräußerung von Anteilen an nicht-börsennotierten Unternehmen einen vergleichsweise hohen finanziellen und zeitlichen Aufwand bedeuten (Cheridito/Schneller, 2008, S. 419; Dodel, 2008, S. 2; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598). Ernst et al. (2003, S. 71) fügen hinzu, dass auch das Risiko berücksichtigt wird, das entsteht, wenn sich der Eigentümer durch unvorhergesehene Ereignisse unplanmäßig von seinem Unternehmen trennen muss.

Obwohl der Fungibilitätsabschlag „einen intuitiv unmittelbar einleuchtenden Effekt abbildet“ (Behringer, 2009, S. 199) gibt es Schwierigkeiten bei der Feststellung des Abschlags, da dieser nicht direkt messbar ist (Dodel, 2008, S. 2). Daraus resultiert die Notwendigkeit, die Höhe empirisch abzuleiten (ebenda; Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598). Für die empirische Ableitung liegen Studien vor, die sich hauptsächlich auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt beziehen und daher aufgrund der ein-

³³ Die Begriffe Illiquiditäts-, Wiederverkaufs-, Mobilitäts- und Fungibilitätsabschläge werden sowohl im Allgemeinen (Zieger/Schütte-Biastoch, S. 598) als auch in dieser Arbeit synonym verwendet.

geschränkten Vergleichbarkeit für die praktische Bewertung für deutsche KMU nur eine geringe Aussagekraft haben (ebenda).

Da die Berechtigung eines Fungibilitätsabschlages weitestgehend unkritisch ist, konzentriert sich die Arbeit an dieser Stelle auf die Ermittlung der Höhe eines solchen Abschlags. Einleitend ist in Anlehnung an Cheridito/Schneller (2008, S. 420) jedoch noch zu erklären, dass bei der Ermittlung eines Abschlages stellenweise zwischen einer Kontrollmehrheit und einem Minderheitsanteil unterschieden wird.

In Anlehnung an Pratt et al. (2000) führen Cheridito/Schneller (2008, S. 420) an, dass ein Fungibilitätsabschlag unabhängig von dem zu bewertenden prozentualen Anteil an einem Unternehmen gewählt werden sollte, wenn es keinen regelmäßigen Handel mit den Anteilen bzw. keine Marktgängigkeit gibt. Diese Einschätzung wird von der empirischen Studie von Holterman/Rea (2008, S. 5 - 6) bestätigt, wonach sowohl bei einer 100%-Kontrollmehrheit als auch bei einem 30%-Minderheitenanteil ein durchschnittlicher Abschlag in derselben Höhe gewählt wird. Im Gegensatz zu dieser Meinung steht die Feststellung von Mercer (1997), der argumentiert, dass ein Fungibilitätszuschlag nur bei der Bewertung von Minderheitsanteilen gewählt werden darf, da auf Ebene einer Kontrollmehrheit bei der Veräußerung einer großen Anzahl von Anteilen eines börsennotierten Unternehmens ebenfalls hohe Transaktionskosten sowie ein größerer zeitlicher Aufwand anfallen (Cheridito/Schneller, 2008, S. 40). Diese erhöhten Kosten können unter anderem durch das Hinzuziehen einer Investmentbank bei der Platzierung großer Aktienpakete entstehen (Zieger/Schütte-Biastoch, 2008, S. 598).

Bei den aus US-amerikanischen Studien entnommenen Ergebnissen, die von Ogier et al. (2004, S. 261) sowie Dodel (2008, S. 2) aufgeführt werden, wird im Gegensatz zu der empirischen Studie von Holterman/Rea (2008) eine Unterscheidung zwischen Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen gemacht. Bei der Ermittlung der Abschläge werden in den oben genannten Studien insgesamt drei Ansätze verfolgt, die nach Dodel (2008, S. 2-3) alle Schwächen aufweisen. So kommen zwei Studien, die einen Fungibilitätsabschlag beim Erwerb von Minderheitsanteilen an privaten Unternehmen im Rahmen von Börsengängen und Privatplatzierungen messen, zu Abschlägen, die je nach Ansatz von 13% bis über 35% (Privatplatzierungen) bzw. von 32% bis 60% (Börsengang) reichen (ebenda, S. 3). Obwohl diese Werte eine Bandbreite von

knapp 50% aufweisen, werden ähnliche Werte (Fungibilitätsabschläge i. H. v. 20%-60%) in Zusammenhang mit Minderheitsanteilen auch von Ogier et al. (2004, S. 261) in Anlehnung an empirische Studien genannt. Dodel (2008, S. 3) kritisiert hier u.a. die Verzerrung, die bei Privatplatzierungen i.d.R. durch Transaktionen zwischen Insidern entstehen. Außerdem kritisiert sie (ebenda), dass Börsengänge i.d.R. von erfolgreichen Unternehmen durchgeführt werden.

Für einen Abschlag auf Mehrheitsanteile liegen die genannten Werte in einem engeren Korridor (17%-35% (Dodel, 2008, S. 3); 15%-35% (Ogier et al., 2004, S. 261)). Dennoch gibt es auch hier Kritik an der Ermittlung, die die Anwendung zusätzlich zur schlechten Vergleichbarkeit der deutschen und amerikanischen Transaktions- und Kapitalmärkte noch weiter erschwert (Dodel, ebenda). Es wird kritisiert, dass durch die Ermittlung über Werte aus dem Multiplikatorverfahren privater und börsennotierter Unternehmen generische Unterschiede zwischen den privaten und börsennotierten Unternehmen nicht berücksichtigt werden.

Die Kritik, die Dodel hinsichtlich der Einschränkungen der Studien äußert, ist insgesamt nachvollziehbar. Vor allem die ländertypischen Unterschiede auf den Kapitalmärkten können nicht vernachlässigt werden. Trotzdem bieten die Studien meiner Meinung nach einen guten Nachweis hinsichtlich der Existenz von Fungibilitätsabschlägen.

Als Reaktion auf die eben genannten Schwächen der US-amerikanischen Studien, vor allem hinsichtlich der Anwendbarkeit auf deutsche Unternehmen, hat Dodel (2008; 2009) eigene Untersuchungen zu Abschlägen bei der Bewertung deutscher Privatunternehmen veröffentlicht. Die Abgrenzung ‚Mittelstandsunternehmen‘, die separat betrachtet wurden, erfolgt dabei in Anlehnung an die bereits in Kapitel 2 dieser Arbeit aufgeführten qualitativen Merkmale des IfM (Dodel, 2008, S. 3). Daher sind für die vorliegende Arbeit nur die Ergebnisse dieser Gruppe relevant, die sich mehrheitlich von den Ergebnissen der Gruppe ‚sonstige Privatunternehmen‘ (rechtlich und finanziell unselbstständige Privatunternehmen/Konzerntöchter) deutlich unterscheiden. Eine Unterscheidung hinsichtlich Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen wird nicht vorgenommen; alle Transaktionen, aus denen die Abschläge über das Verhältnis von Multiplikatoren abgeleitet wurden, sind Mehrheitsbeteiligungen ab 50% (ebenda, S. 4).

Die Auswertung der Studie (Dodel, 2008, S. 2-8 und 2009, S. 71) ergab, dass Mittelstandsunternehmen im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen mit einem Abschlag zwischen 17,8% und 27,8% versehen werden. Es ist dabei jedoch zu berücksichtigen, dass sowohl die Größe eines Unternehmens, die EK-Ausstattung bzw. der Verschuldungsgrad als auch das Marktumfeld (Marktliquidität und Aktivität hinsichtlich des Transaktionsvolumens) einen Einfluss auf die Höhe des Unternehmenswertes haben (siehe auch Tabelle 8)³⁴. Dodel (ebenda, S. 8) stellt dabei explizit heraus, dass die Abschläge umso geringer sind, je größer das Zielunternehmen ist. Dieser Zusammenhang wird in der Studie durch höhere Synergieeffekte und geringere relative Transaktionskosten bei größeren Unternehmen erklärt (ebenda).

Diesen Effekt der geringeren relativen Transaktionskosten erkennt auch Jonas (2008, S. S119). Er gibt zu bedenken, dass die Berücksichtigung der Transaktionskosten für einen Liquiditätsabschlag limitierend wirken kann. So entsprechen bspw. die Kosten für einen Börsengang von GmbH-Anteilen dem Aufwand, der eine geringe Fungibilität kompensieren und beenden könnte. Dabei ist meiner Meinung jedoch unbedingt zu berücksichtigen, dass bei einer solchen Argumentation rein theoretisch auch Minderheitsseigner die Möglichkeit besitzen müssen, ihre Anteile an einer GmbH autark an die Börse zu bringen.

Als Fazit kann aus der oben genannten Studie von Dodel (2008) abgeleitet werden, dass es Bewertungsunterschiede zwischen deutschen börsennotierten und mittelständischen Unternehmen gibt, die jedoch nicht pauschal angesetzt werden können, sondern, wenn möglich, nach Größe, Region, Verschuldungsgrad und weiterer Faktoren unterschieden werden sollen (ebenda, S. 8 - 9).

Da sich die Höhe der Abschläge auf den Unternehmenswert, wie gezeigt, nur schwierig ermitteln lässt und es dabei zu großen Streuungen kommt, ist zu überlegen, ob die fehlende Fungibilität direkt im CAPM-Risikozuschlag abgebildet werden könnte. Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 598) erklären dazu, dass der CAPM-Risikozuschlag erhöht werden kann, da sich das Anpassungserfordernis in den Prämissen des CAPM begründet (s.o.). Auch Kup (2007, S. 192; in Anlehnung an Keller et al., 2004) schlägt eine Anpassung über das CAPM vor. Er empfiehlt, als Ausgleich

³⁴ Eine differenzierte Unterteilung der Abschläge nach Zeitraum und Industrie kann dem Anhang Nr. (9) entnommen werden.

für die fehlende Fungibilität der KMU-Anteile gegenüber den Anteilen von börsennotierten Unternehmen, eine Korrektur des CAPM-Modells. Diese Korrektur soll sich Kups (ebenda) Meinung zufolge in einem Aufschlag auf den ermittelten Beta-Faktor bemerkbar machen. Für diesen Aufschlag setzt Kup (ebenda) eine Bandbreite von 0,1 bis 0,5, je nach Bedeutung für das zu bewertende Unternehmen, an.

Denselben Ansatz wie Kup (ebenda) verfolgt auch Ruh (2006, S. 264). Beide beziehen sich dabei auf die empirisch abgeleiteten Sätze von Keller/Hohmann (2004). Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 598) gehen von einem pauschalen, nicht belegtem Zuschlag von 3% auf den CAPM-Risikozuschlag aus. Da weder Keller/Hohmann (2004, S. 207) noch Zieger/Schütte-Biastoch (2008, S. 598) diese Abschläge (der Höhe nach) begründen, müssen beide Ansätze sehr kritisch betrachtet werden und eignen sich meiner Meinung nach nicht für eine unreflektierte Anwendung.

Dass die Anwendung von Adjustierungen im Diskontierungszinssatz nicht unüblich sind, zeigt die Studie von Holterman/Rea (2008, S. 6), die eine Verteilung von Abschlägen auf den Eigenkapitalwert und Zuschlägen auf den Zinssatz bei den Teilnehmern auf 60:40 beziffern. Für die Höhe der verwendeten Zuschläge wird jedoch kein Wert angegeben. Auch Ogier et al. (2004, S. 251-253) bevorzugen die Adjustierung des Kapitalkostensatzes, da sie sowohl eine Veränderung des Unternehmenswertes als auch die Anpassung des Cashflow als nicht ideal anprangern. Gleichzeitig wird jedoch erwähnt, dass die Anpassung des Kapitalkostensatzes nicht theoretisch untermauert ist und deshalb keine Empfehlungen hinsichtlich der Höhe gegeben werden.

Eine Illiquiditätsprämie als Ausgleich einer zu geringen Fungibilität von Anteilen an Familienunternehmen, die wie in Kapitel 2 gezeigt den KMU zuzurechnen sind, wird auch in einem modifizierten DCF-Verfahren berücksichtigt, das im Jahr 1995 von de Visscher zur Bewertung von US-amerikanischen Familienunternehmen eingeführt wurde (Behringer, 2009, S. 198). Neben einem Familieneffekt (FE)³⁵, auf den hier nicht weiter eingegangen werden soll, wird die Illiquiditätsprämie (IP) bei der Ermittlung der Eigenkapitalrendite wie folgt berücksichtigt (ebenda):

³⁵ Der FE berücksichtigt bei Einheit von Management und Eigentum den überdurchschnittlichen Einsatz der Familie im eigenen Unternehmen

$$(XV) r_{EK} = (i + \beta_j \times MRP) \times (1 + IP) \times (1 - FE).$$

De Visscher misst der Illiquiditätsprämie einen Wert zwischen 0 und 1 bei (ebenda, S. 199). Diese Spannweite ist jedoch aus Sicht von Behringer (ebenda) etwas zu hoch gegriffen, da empirische Studien aus den USA belegen, dass dieser Effekt den Unternehmenswert zwischen 33% und 63% mindert (ebenda). Aufgrund dieser Unstimmigkeit, dem Bezug auf Unternehmen aus den USA sowie theoretischen und praktischen Bedenken, die Behringer (ebenda) äußert, wird auch diese Berechnung im Allgemeinen verworfen. Diese Arbeit schließt sich dieser Auffassung an und lehnt diese Berechnungsweise ebenfalls ab.

Da sich nach Auswertung der verschiedenen Quellen und Studien meiner Meinung nach kein allgemein gültiger Abschlag/Zuschlag der Höhe nach bestimmen lässt, bieten die folgenden Tabellen an dieser Stelle lediglich einen Überblick über die Anpassungsmöglichkeiten, die die verschiedenen Autoren vorschlagen. Damodaran (2005, S. 60) erklärt dazu, dass der Fungibilitätsabschlag Unternehmensspezifika abzubilden hat.

Quelle	Wertanpassung	Anmerkung
Zuschlag im Diskontierungsfaktor		
Behringer (2008)	Erhöhung des r_{EK} um einen Faktor von 1 - 2	in Kombination mit einem Abschlag „Familien-effekt“
Zieger/Schütte-Biastoch (2008)	bis zu 3% auf den Risikozuschlag	
Keller/Hohmann (2004)	0,1 bis 0,5 Einheiten auf den Betafaktor	
Barthel (2003)	bis zu 5% auf den Basiszins	

Tabelle 9 - Fungibilitätsabschläge: Zuschlag im Diskontierungsfaktor (eigene Erhebung)

Quelle	Wertanpassung	Anmerkung
Abschlag auf den ermittelten EK-Wert		
Cheridito/Schneller (2008)	15% - 20%	
Dodel (2008)	13% - 60% bei Minderheitsanteilen	Abgeleitet aus US-amerikanischen Studien
	17% - 35% bei Mehrheitsanteilen	
	ca. 30%	Ansatz <i>deutscher</i> Praktiker, der aus den US-amerikanischen Studien resultiert
	17,8% - 27,8%	Empirische Untersuchung für deutsche Unternehmen
Holterman/Rea (2008)	18% - 19%	Internationale empirische Untersuchung
Rojahn (2008)	9% - 35%	Abschläge für Wertpapiere am deutschen Aktienmarkt gegenüber DAX-Titeln
Zieger/Schütte-Biastoch (2008)	30% - 50%	Abgeleitet aus US-amerikanischen Studien
Matschke/Brösel (2006)	35% - 40%	
Ogier et al. (2004)	20% - 60% bei Minderheitsanteilen	Abgeleitet aus US-amerikanischen Studien
	15% - 35% bei Mehrheitsanteilen	
Koeplin/Sarin/Shapiro (2000)	13% - 60% bei Mehrheitsanteilen	Abgeleitet aus US-amerikanischen Studien

Tabelle 10 - Fungibilitätsabschläge: Abschlag auf den ermittelten EK-Wert (eigene Erhebung)

Trotz der großen Bandbreite der Ergebnisse für die Berücksichtigung der Fungibilität scheint meiner Einschätzung nach ein Abschlag in Höhe von ca. 20% auf den Unternehmenswert als grober Richtwert angemessen. Diesen Wert leite ich aus den beiden Untersuchungen von Dodel (2008) und Holterman/Rea (2008) ab. Während die Studie von Dodel meiner Meinung nach die Abschläge für Bewertungen auf dem deutschen Markt am exaktesten und differenziertesten untersucht, ziehe ich die Ergebnisse der Umfrage unter Praktikern von Holterman/Rea zur Plausibilitätskontrolle hinzu. Gleichzeitig teile ich die Einschätzung von Dodel, dass die Abschläge nach Größe, Region, Verschuldungsgrad und weiteren Faktoren unterschieden werden sollen.

Zum Abschluss der Diskussion soll darauf hingewiesen werden, dass im IDW-Standard die Berücksichtigung eines Risikozuschlags, in Form des Fungibilitätszuschlags, nicht ausdrücklich vorgesehen ist (Edel, 2007, S. 159). Lediglich das Wirt-

schaftsprüfer-Handbuch von 2002 weist im Zusammenhang mit Risikozuschlägen darauf hin, dass der Fungibilität angemessen Rechnung zu tragen sei (Ballwieser, 2004, S. 99).

4.2.5 Überrenditen

Nachdem im Vorausgegangenen eine mögliche Lösung für die fehlende Fungibilität bzw. Liquidierbarkeit von Anlagen besprochen wurde, befasst sich dieses Kapitel mit dem dritten in Kapitel 4.2 aufgeführten Problem.

Problem (3)

Bei niedrig kapitalisierten bzw. kleinen Unternehmen lag die erzielte Rendite historisch signifikant über den erwarteten Renditen, die mittels des CAPM geschätzt wurden.

Der oben genannte Sachverhalt, dass die tatsächlich erzielte Rendite auf dem Investment in kleinere Unternehmen historisch signifikant über der Rendite liegt, die auf Basis der gängigen Kapitalmarkttheorie erwartet wird (Cheridito/Schneller, 2008, S. 417), ist weitläufig bekannt. Aufbauend auf einer Studie von Banz (1981) liegt die Rendite von kleineren Unternehmen im langfristigen Durchschnitt um 1/5 höher als die Rendite größerer Unternehmen (Jonas, 2008, S. S118; Bis, 2007, S. 4). Diese Erkenntnis wurde seither durch viele Studien belegt. Die bekannteste Studie zu derartigen Überrenditen liefern Fama/French (1992).

Zusätzlich zu diesem „Size-Effekt“ (SMB) (Vogler, 2009, S. 383) bei kleinen Unternehmen gegenüber größeren, identifizierten Fama/French (1992) noch einen positiv korrelierten Renditeunterschied zwischen Unternehmen mit einem hohen Buch-zu-Marktwert-Verhältnis (Fama/French, 2006, S. 2163). Auch Vorfeld (2009, S. 90) bestätigt eine positive Korrelation zwischen erwarteten Portfoliorenditen und dem Verhältnis aus Buchwert und Marktwert von Unternehmen. Beide Faktoren fanden - neben der MRP - Eingang in das Drei-Faktoren-Modell von Fama/French (1993), das als Alternative zum CAPM genutzt werden sollte (ebenda). Das Fama-French-Modell stellt sich formal wie folgt dar (Vogler, 2009, S. 383):

$$(XVI) E_{(r_j)} = r_f + \beta_j \times MRP + \beta_{jSMB} \times E(SMB) + \beta_{jHML} \times E(HML)$$

mit:	β_{jSMB}	=	Betafaktor des Size-Effekts,
	$E(SMB)$	=	Erwartungswert des Renditeunterschied zw. Unternehmen mit großer und kleiner Marktkapitalisierung (Size-Effekt),
	β_{jHML}	=	Betafaktor des Buch-zu-Marktwert-Verhältnis-Effekts,
	$E(HML)$	=	Erwartungswert des Renditeunterschied zw. Unternehmen mit hohem und niedrigem Buch-zu-Marktwert-Verhältnis.

Dieses Modell schaffte es bei der ersten Berechnung die Rendite-Unterschiede zwischen großen und kleinen Unternehmen für den Zeitraum 1963 bis 1994 mit 3,2% zu bestimmen (Jonas, 2008, S. S119).

Trotz der Tatsache, dass das Fama-French-Modell als empirisch belegt gilt (Vogler, 2009, S. 384), hat es sich in der Praxis gegen das Standard-CAPM auf breiter Front nicht durchsetzen können (Jonas, 2008, S. S118). Dafür, dass es sich nicht durchgesetzt hat, spricht eine Untersuchung von 2001, in der von 392 befragten Finanzvorständen 75% angaben, für die Kapitalkostenermittlung immer bzw. fast immer das CAPM zu verwenden, während lediglich 10% das Modell von Fama/French nutzen (Vogler, 2009, S. 382). Gründe dafür wurden in den Arbeiten von Jonas (2008) und Vogler (2009) nicht ersichtlich.

Auch wenn das Modell nur selten als Ganzes genutzt wird, so hat sich die Small Cap Premium³⁶ für den Size-Effekt in der Praxis trotzdem durchgesetzt (Cheridito/Schneller, 2008, S. 417; Jonas, 2008, S. S118). Das Small Cap Premium auf die Kapitalkosten, die ursprünglich aus den Überrenditen abgeleitet wurden, wird unter anderem damit begründet, dass Investoren, die in kleine Unternehmen investieren, höhere Renditen aufgrund eines höheren Risikos erwarten (Ogier et al., 2004, S. 266). Dieses Risiko resultiert Portfoliomanagern und Analysten zufolge aus einer geringeren Verfügbarkeit von Informationen über kleinere Unternehmen (Bis, 2007, S. 2-3).

Eine weitere Erklärung der höheren Eigenkapitalkosten bei kleinen Unternehmen können die hohen operativen Schwankungen im Cash Flow, das so genannte, opera-

³⁶ Die Begriffe Small Cap Premium und Size Premium sowie Premium und Prämie werden im Folgenden synonym verwendet.

tional leverage', sein, für das vor allem kleine Unternehmen anfällig sind und dass sich in einem höheren Beta äußert (Ogier et al., 2004, S. 266). Ein hohes ,operational leverage' liegt vor, wenn die Fixkosten im Vergleich zum Umsatz so hoch sind, dass der Free Cashflow im Wesentlichen durch konjunkturgetriebene Änderungen in den Erlösen schwankt. Dieser Gedanke kann zwar bei einem Teil der Unternehmen höhere Kapitalkosten erklären, ist jedoch als Erklärung für die generell beobachtete Überrendite nicht anwendbar (ebenda).

Die Anschlussfragen, die sich in Anlehnung an Cheridito/Schneller (2008, S. 417) nach der Feststellung der empirischen Nachweisbarkeit und einer plausiblen Begründung durch ein gesteigertes Risiko stellen, sind die Fragen nach der technischen Berücksichtigung und der Höhe der Prämie. Außerdem müssen tief kapitalisierte Unternehmen definitorischen abgegrenzt werden.

Zur technischen Berücksichtigung soll hier noch einmal die Studie von PricewaterhouseCoopers (PwC) herangezogen werden, in der Holterman/Rea (2008, S. 9) herausfinden, dass die Anpassungen für einen Größeneffekt in zwei Drittel aller Fälle durch einen Aufschlag im Diskontierungsfaktor vorgenommen werden. Auch Jonas (2008, S. S118) geht von Risikozuschlägen aus. Eine Erhöhung der Diskontsätze könnte demnach wie folgt geschehen:

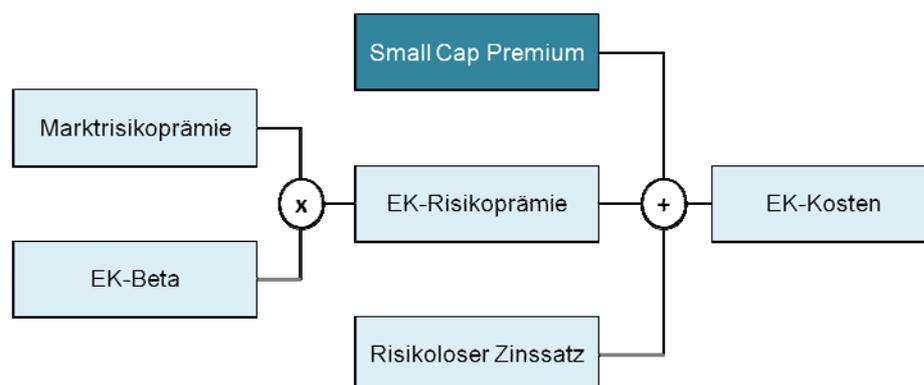


Abbildung 7 - Anwendung der Small Cap Premium (in Anlehnung an Holterman/Rea, 2008, S. 9)

Dass die Abgrenzung von tief kapitalisierten Unternehmen sinnvoll ist, ergibt sich aus der Erkenntnis, dass ein nahezu linearer Zusammenhang zwischen Unternehmens-

größe und Wertabschlag durch den Eigenkapitalkostenzuschlag besteht (Jonas, 2008, S. S118). So kann die Frage nach einem Zusammenhang zwischen der Größeneinteilung nach Marktkapitalisierung (dunkelblau) und der Höhe der Abschläge (hellblau) mit einem Verweis auf die jährlichen Veröffentlichungen des Ibbotson-Jahrbuchs³⁷ (2009) gemeinsam beantwortet und der folgenden Abbildung entnommen werden³⁸.

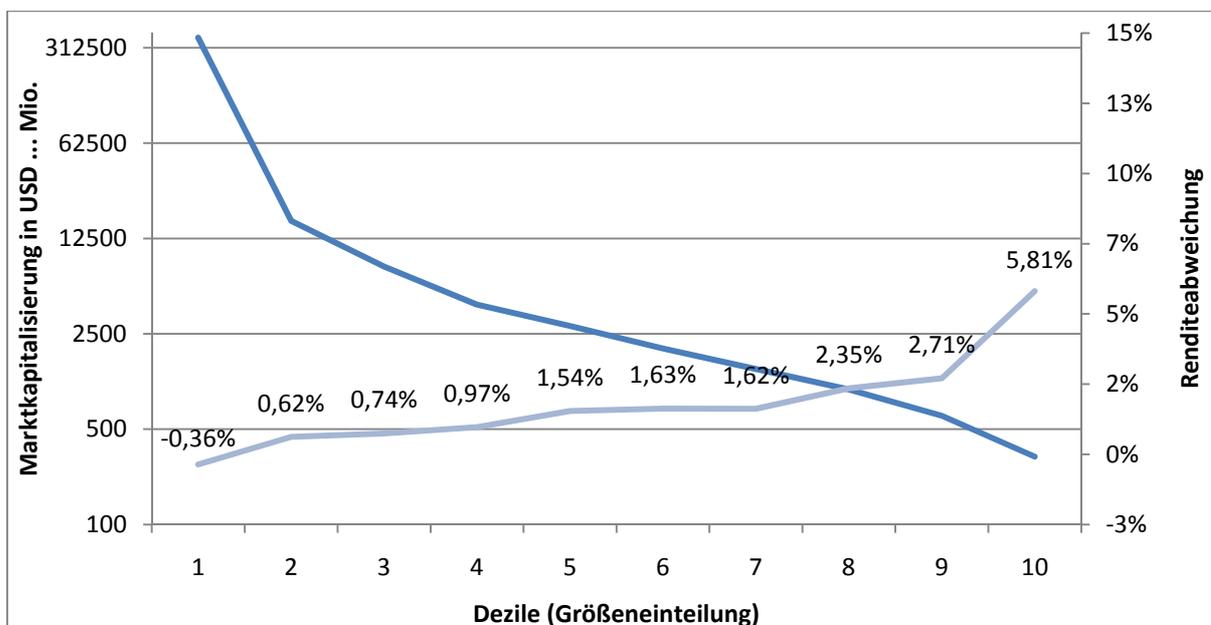


Abbildung 8 - Small Cap Effekt für den US-Aktienmarkt von 1926 bis 2008 (eigene Umsetzung, in Anlehnung an Ibbotson SBBI, 2009, S. 115)

Logarithmiert man die in der oben aufgeführten Abbildung 8 zu Grunde gelegten Werte, wie in der Abbildung geschehen, kann man den bereits oben erwähnten linearen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Wertabschlag auch graphisch ableiten (Jonas, 2008, S. S118). Wenn man dann die empirischen Werte von Ibbotson in einem zweiten Schritt extrapoliert, ergibt sich für Unternehmen mit einem Wert von unter € 100 Mio. ein Wertabschlag von ca. 30% (ebenda).

Neben der Ermittlung des Small Cap Premium auf Grundlage der Werte von Ibbotson SBBI, wie in der obigen Abbildung geschehen, gibt es noch eine weitere Variante von Duff & Phelps (Duff & Phelps Risk Premium Report), bei der analog zum Ibbotson Index die Aktienrenditen von der New York Stock Exchange (NYSE),

³⁷ Das Ibbotson Jahrbuch veröffentlicht jährlich Statistiken zum amerikanischen Kapitalmarkt, die teilweise bis in das Jahr 1926 zurück reichen.

³⁸ Die exakten Werte können dem Anhang (Tabelle 10) entnommen werden.

der American Stock Exchange (AMEX) und der National Association of Security Dealers Automated Quotations (NASDAQ) ausgewertet werden (Pratt, 2009, S. 324 - 325). Dabei werden anhand von acht verschiedenen Größenmerkmalen 25 Dezile zur Messung gebildet und die Werte kombiniert zur Ermittlung eines Abschlags verwendet (ebenda).

Nutzt man diese Werte von Duffs & Phelps, könnte die folgenden Size Premiums bei einer Bewertung Anwendung finden:

Es wird folgendes angenommen:	Unternehmensgröße	Size Premium auf das CAPM
Marktwert des Eigenkapitals	\$95 Mio.	7,04%
Buchwert des Eigenkapitals	\$50 Mio.	5,70%
Durchschnittliches Einkommen der letzten 5 Jahre	\$7 Mio.	5,48%
Marktwert des investierten Kapitals	\$120 Mio.	6,59%
Gesamtes Vermögen	\$250 Mio.	5,10%
Durchschnittliches EBITDA der letzten 5 Jahre	\$20 Mio.	5,37%
Umsatz	\$150 Mio.	5,18%
Anzahl der Mitarbeiter	125	6,37%
Size Premium auf das CAPM (Median)		5,59%

Tabelle 11 - Size Premium nach Duff & Phelps (vgl. Pratt, 2009, S. 327)

Auch für die von Duff & Phelps ermittelten Werte haben Grabowski und King mittels einer Regression auf alle 8 Größe-Indikatoren eine negative Korrelation zwischen Renditen und Unternehmensgröße nachgewiesen (Ogier et al., 2004, S. 272).

Meiner Meinung nach sollten für die Ermittlung eines Small Cap Premiums die Werte von Ibbotson herangezogen werden, da diese auf eine sehr große Datenbasis zurückgreifen (teilweise Werte ab 1926) und in der Fachliteratur allgemein anerkannt und zitiert sind.

Neben den Zuschlägen nach Ibbotson und Duff & Phelps ergibt die PwC-Studie eine durchschnittliche negative Veränderung des Unternehmenswertes von ca. 14% (Holterman/Rea, 2008, S. 9). Cheridito/Schneller (2008, S. 417) beziffern die Wertminderungen, die aus den Small Cap Premiums resultieren, auf 0% bis 35%.

Die Signifikanz, die die Renditeunterschiede besitzen, verleitet zu der Annahme, dass ein Risikozuschlag oder Wertabschlag pauschal zu empfehlen ist (Jonas, 2008, S. S118). Gegen eine solche generelle Empfehlung spricht jedoch, dass die Übertragung von historischen Renditeunterschieden auf Bewertungen, die in die Zukunft gerichtet sind, theoretisch nicht ohne Einschränkung ist (ebenda). Auch Kruschwitz et al. (2009, S. 141) geben zu bedenken, dass es für einen Kapitalkostenzuschlag keine Theorie gibt, die die Verwendung zwingend empfiehlt.

Hinzu kommt, dass die von Cheridito/Schneller (2008, S. 417) erwähnten Wertauswirkungen eine erhebliche Bandbreite (35%-Punkte) aufweisen. Diese Streuung wird vor allem auf die verschiedenen Definitionen von tief kapitalisierten bzw. kleinen Unternehmen zurückgeführt (ebenda).

Neben den bereits aufgeführten Problemen gilt es auch zu beachten, dass die Daten, wie schon beim Fungibilitätsabschlag, vom US-Kapitalmarkt abgeleitet sind und daher die ermittelten Werte, insbesondere auf Grund der Größe der gehandelten Unternehmen, nicht ohne Vorbehalt auf deutsche Unternehmen anzuwenden sind (ebenda). Die Renditen von unterschiedlich großen Unternehmen werden zwar häufig und regelmäßig von kommerziellen Institutionen untersucht, beziehen sich dabei jedoch fast immer auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt (Kruschwitz et al., 2009, S. 141). Weiterhin ist anzumerken, dass ein Teil dieses Kapitalkostenzuschlags mit der geringeren Liquidität von tief kapitalisierten Unternehmen erklärt wird (Cheridito/Schneller, 2008, S. 417). Es muss daher berücksichtigt werden, dass im Zusammenhang mit dem Fungibilitätsabschlag die Gefahr einer Doppelzählung besteht (ebenda). Auf diese möglichen Überlagerungen weist auch Jonas (2008, S. S118 - 119) hin. Ich denke, dass dieser Kritikpunkt gerechtfertigt ist. Sollte ein Abschlag aufgrund veröffentlichter Vergangenheitswerte genutzt werden, muss untersucht werden, ob die Effekte, die eine geringere Fungibilität der Anteile mit sich bringt (vgl. Kapitel 4.2.4), berücksichtigt bzw. extrahiert sind.

Neben den möglichen Doppelzählungen und der Kritik hinsichtlich der Daten des US-amerikanischen Kapitalmarkts, werden bei der Size Premium auch die genutzten Daten, die Messung des Betas, die Saisonalität sowie die Zusammensetzung der Dezile kritisiert (Pratt, 2009, S. 329). Trotzdem wird die Feststellung der Existenz und Verwendung der Size Premium nicht in Frage gestellt (ebenda). Es wird einzig darauf

hingewiesen, dass Prämien vor ihrer Verwendung hinsichtlich ihrer Höhe angepasst werden müssen (ebenda, vgl. auch Jonas, 2008, S. S118).

Insgesamt ist die Small Cap Prämie zur Berücksichtigung des Größeneffekts und als Reaktion auf die beobachteten Überrenditen jedoch relativ unstrittig und durchaus sinnvoll. Hinsichtlich der Größe des Effekts bzw. der Höhe des Zuschlags schlage ich in Anlehnung an Jonas (2008) und Cheridito/Schneller (2008) sowie die jährlich aktualisierten empirischen Studien von Ibbotson und Duff & Phelps ein Small Cap Premium in den Kapitalkosten von etwas unter 4%-Punkten vor.

5. Kritische Würdigung von Zu- und Abschlägen

Zur kritischen Würdigung der diskutierten Zu- und Abschläge bzw. Prämie und Discounts, im Zusammenhang mit der fraglichen Eignung der Gesamtbewertungsverfahren auf Grundlage des CAPM zur Bewertung von KMU, sollen einleitend einige Meinungen zitiert werden:

- „Die Bestimmung der Höhe des Fungibilitätszuschlags erfolgt i. d. R. willkürlich und ist nicht rational begründbar“ (Matschke/Brösel, 2006, S. 548). Die erforderlichen Fungibilitätsabschläge lassen sich „(...) schlecht oder gar nicht „marktmäßig“ objektivieren oder überhaupt nachvollziehbar „schätzen“ (...)“ (ebenda).
- „Aufgrund dieser Nachteile kann man das vom IDW propagierte, kapitalmarkt-orientierte DCF-Modell unter Anwendung des CAPM nicht als geeignetes Modell zur Bewertung von KMU betrachten“ (Edel, 2007, S. 162).
- Behringer (2009, S. 209) spricht insgesamt von einem „(...) unbefriedigendem Zustand der Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen.“
- Busch (2008, S. 191f) nennt ein ganzes Kapitel gar „Kritische Würdigung des CAPM und dessen Nichteignung zur Risikoerfassung unter Berücksichtigung der besonderen Merkmale von KMU“.

Auffällig ist, dass alle eben genannten Autoren, wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, theoretische Forschungsarbeit an verschiedenen Instituten vollziehen oder Forschungen einzelner Universitäten unterstützen. Gleichzeitig sind ein Großteil der

Arbeiten, aus denen zitiert wurde, Forschungs- und Dissertationsschriften und theoretisch gehaltene Fachbücher, die aus Forschungs- und Lehrtätigkeiten hervorgegangen sind.

Autoren	Institut
Matschke	Universität Greifswald
Brösel	Technische Universität Ilmenau
Behringer	Universität Frankfurt/Main
Edel	Fachhochschule Merseburg
Busch	Universität der Bundeswehr, München

Tabelle 12 - Übersicht Autoren/Institute (eigene Aufstellung)

Es lässt sich zusammenfassen, dass die vorgenannten Autoren den Gesamtbewertungsverfahren für die Bewertung von KMU grundsätzlich kritisch bis ablehnend gegenüber stehen. Auch die Heilung durch Zu- und Abschläge wird größtenteils abgelehnt, da diese (für die Anwendung in Deutschland) theoretisch und statistisch nicht ausreichend belegt sind. Insbesondere die Fungibilitätsprämie hat unter Wissenschaftlern trotz der hohen Nachvollziehbarkeit ein verbreitetes Akzeptanzproblem. Es ist festzuhalten, dass die oben aufgeführten Meinungen dabei stellvertretend für die meisten anderen Wissenschaftlern stehen, die sich zu diesem Thema geäußert haben.

Anders sieht die Würdigung der Zu- und Abschläge durch die Bewertungspraxis aus. So wird aus den vorangegangenen Kapiteln deutlich, dass sich die folgenden Autoren für die Möglichkeit aussprechen, dass die Schwächen der Gesamtbewertungsverfahren und des CAPM im Zusammenhang mit der Bewertung von KMU durch Zu- und Abschläge ausgeglichen werden können:

- Dodel (2008; *Duff&Phelps, München*)
- Jonas (2008; *Warth & Klein GmbH, Düsseldorf*)
- Schneller/Cheridito (2008; *PwC, Zürich*)
- Zieger/Schütte-Biastoch (2008; *KPMG, Hamburg*)
- Kup (2007; *Kup&Kup, Bedburg-Hau*)
- Ogier/Rugman/Spicer (2004; *PwC, UK*)

Aus der kritischen Haltung der Wissenschaftler zu den Zu- und Abschlägen sowie der Befürwortung in der Bewertungspraxis lässt sich ableiten, dass die Zu- und Abschläge nicht ausreichend belegt sind (v.a. der Fungibilitätsabschlag) bzw. zur vollständigen Heilung der in den vorangegangenen Kapiteln aufgezeigten Schwächen nicht ausreichen, um aus den Gesamtbewertungsverfahren theoretisch vollständig geeignete Verfahren zur Bewertung von KMU zu machen. Trotz der Schwächen der oben diskutierten Zu- und Abschläge scheint es bei der Wertermittlung kleiner und mittlerer Unternehmen jedoch praktikabel, eine Small Cap Premium und einen Fungibilitätsabschlag zu berücksichtigen. Aus dieser Erkenntnis und aus den weiteren Erkenntnissen aus der vorliegenden Arbeit lässt sich meiner Meinung nach eine Anwendbarkeit für die Bewertungspraxis ableiten.

Es lässt sich nachvollziehbar begründen, dass die mangelnde Fungibilität von KMU-Anteilen sowie die beobachtbaren Überrenditen kleiner Unternehmen ausgeglichen werden sollten. Dass diese durch pauschale Wertabschläge bzw. Kapitalkostenzuschläge aufgrund der mangelnden theoretischen/empirischen Eindeutigkeit nicht erreicht werden kann, wurde in dieser Arbeit dargestellt. Individuell begründete und den jeweiligen Gegebenheiten angepassten Veränderungen der Gesamtbewertungsverfahren sowie des CAPM gewährleisten nach meiner Auffassung die Ermittlung eines exakteren objektivierten Wertes. Durch die originäre Ausrichtung auf große, börsennotierte Unternehmen ist eine unangepasste Wertermittlung nach den Erkenntnissen in Kapitel 4 ebenfalls kritisch.

Die folgenden, von Cheridito/Schneller (2008, S. 421) aufgeführten empfohlenen Bandbreiten sowie häufigsten Anwendungsformen scheinen dabei, nach der im Verlauf der Arbeit geführten Analyse, als vertretbar und bieten gleichzeitig eine gute Orientierung für eine Bewertung von KMU.

Discounts und Premia	Empfohlene Bandbreite in %	Anwendungsform
Small Cap Premium	0 – 4	Berücksichtigung als Zuschlag bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten
Fungibilitätsabschlag	15 – 20	Berücksichtigung als Abschlag auf den ermittelten Eigenkapitalwert

Tabelle 13 - Zusammenfassung Discounts und Premia (vgl. Cheridito/Schneller, 2008, S. 421)

Diese Erkenntnisse und Einschätzungen decken sich mit den Ergebnissen aus der Studie von Holterman/Rea (2008), die ihre Ergebnisse aus der Befragung von Marktteilnehmern aus 25 Ländern bezieht (ebenda, S. iii).

Neben den nicht erfolgten theoretischen Nachweisen ist bei der Anwendung dieser Ergebnisse jedoch zu berücksichtigen, dass es sich hierbei nur um Empfehlungen handelt, die im Sinne des IDW S 1 (i.d.F. 2008, Tz. 66, 67, 175, 177) bei Verwendung im Zuge einer Unternehmenswertermittlung hinreichend begründet und dargestellt werden müssen und daher schwanken oder abweichen können.

Graphisch lassen sich die oben genannten Empfehlungen aus Tabelle 13, in Anlehnung an die Erkenntnisse aus Abbildung 6 sowie Abbildung 8 und um den Fungibilitätsabschlag erweitert wie folgt umsetzen:

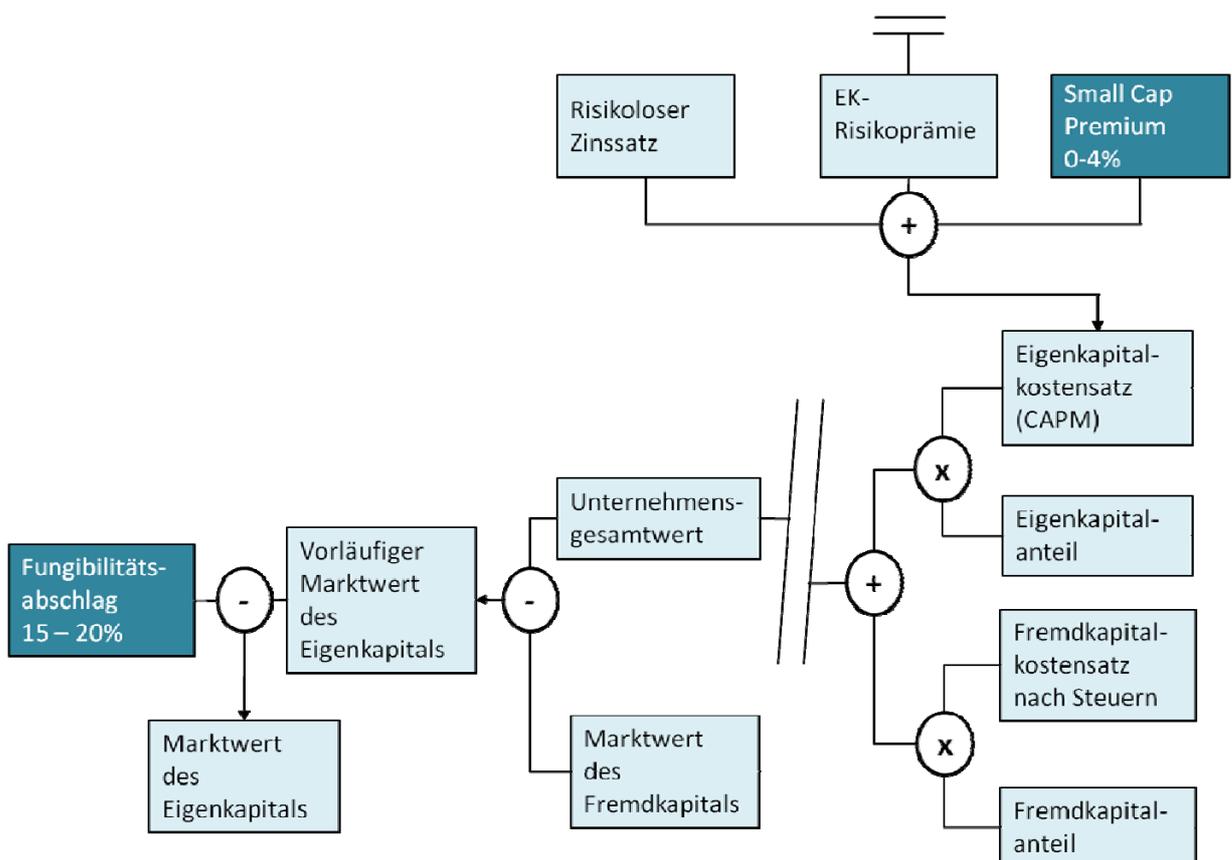


Abbildung 9 - Unternehmenswert unter Berücksichtigung der Small Cap Premium und des Fungibilitätsabschlags (eigene Darstellung)

Die fehlende Eindeutigkeit in der Beantwortung der Frage, ob, wie und in welcher Höhe solche Abschläge zu berücksichtigen sind, spiegelt sich auch in den Urteilen deutscher Gerichte wieder. Als Beleg dafür sollen die in der folgenden Aufstellung abgebildeten jüngeren Urteile zur Fungibilitätsprämie dienen.

Gericht	Urteil
OLG Koblenz, vom 05.04.2007, AZ: 6 U 342/04	Kapitalkosten + 0,5% u.a. für Fungibilität
OLG Düsseldorf, vom 20.09.2006, AZ: I-26 W 8/06 AktE	Keine Berücksichtigung der Fungibilität
OLG Düsseldorf, vom 31.03.2006, AZ: I-26 W 5/06 AktE	Zuschlag auf Kapitalkosten angemessen
LG Dortmund, 01.04.2004, AZ: 18 AktE 2/03	Keine Berücksichtigung Fungibilität

Tabelle 14- Aktuelle Rechtsprechung zu Fungibilitätsabschlägen (eigene Erhebung)

Neben den genannten Abschlägen, die spezifisch für die Bewertung von KMU in dieser Arbeit diskutiert wurden, werden in der gängigen Literatur weitere Zu- und Abschläge diskutiert. Beispielhaft soll hier die Control Premium genannt werden (u.a. Ogier et al., 2004, S. 261f; Cheridito/Schneller, 2008, S. 418). Dieser Zuschlag dient dazu, den Vorteil abzubilden, den ein Anteilseigner mit einer beherrschenden Stellung ausüben kann (Cheridito/Schneller, 2008, S.418). Das Gegenstück dazu wäre ein Abschlag für die schwächere Position eines Minderheitsaktionärs, der so genannte Minority Discount oder Minderheitsabschlag (ebenda).

Da diese exemplarisch aufgeführten Zu- und Abschläge jedoch auch auf große Unternehmen angewendet werden können (Ogier et al., 2004, S. 216f) und daher keine KMU-spezifische Besonderheit bei der Bewertung darstellen, wurde, wie bereits einleitend zu Kapitel 4.2 erwähnt, in dieser Arbeit auf eine detaillierte Analyse verzichtet.

6. Fazit

Gegenstand der vorliegenden Diplomarbeit war die Untersuchung der Besonderheiten bei der Ermittlung der Kapitalkosten im Rahmen von Bewertungen mittlerer und kleiner Unternehmen sowie eine praktikable und bewertungsorientierte Aufbereitung geeigneter Verfahren zur Berücksichtigung dieser Besonderheiten.

Im ersten Schritt wurde festgestellt, dass als Ausgangspunkt weiterer Untersuchungen der Abgrenzung von kleinen und mittleren Unternehmen eine Schlüsselrolle zukommt. Hierbei wurde deutlich, dass besonders die qualitativen Merkmale dieser Unternehmen entscheidend sind. Aus der Feststellung, dass sich KMU besonders durch einen gering diversifizierten Eigentümer-Unternehmer und einen fehlenden Börsenzugang auszeichnen, resultieren spezielle Probleme für eine Bewertung mit den vom IDW bevorzugten, kapitalmarktorientierten Gesamtbewertungsverfahren auf Grundlage des CAPM (Ertragswertverfahren/DCF-Verfahren).

Es wurde auch gezeigt, dass eine Analyse der Besonderheiten hinsichtlich der besonderen Bedeutung von kleinen und mittleren Unternehmen für die deutsche Wirtschaft im Allgemeinen und die Bewertungsbranche im Besonderen (Nachfolgeproblematik) sinnvoll erscheint.

Aus dem oben genannten fehlenden Börsenzugang, der bei den meisten KMU vorherrscht, ergibt sich das Problem der Ableitung von Beta-Faktoren, die für die Ermittlung der Kapitalkosten nach CAPM von großer Bedeutung sind. Für dieses Problem wurden die Benutzung von Branchen- oder Peer-Group-Betas abgeleitet.

Ein weiteres Problem aus der fehlenden Börsennotierung bestand in der erschwerten Handelbarkeit von Unternehmensanteilen. Es wurde aufgezeigt, dass Anteile an KMU nicht ohne Weiteres zu liquidieren sind, da die außerbörsliche Übertragung zeit- und kostenaufwendig ist. Diese zeitliche Komponente sowie die erhöhten Transaktionskosten dürften jedoch durch die Ableitung der Gesamtbewertungsverfahren aus der Investitionstheorie nicht vorhanden sein.

Um den oben genannten Widersprüchen Rechnung zu tragen, wurde die Berücksichtigung eines Fungibilitätsabschlages auf den ermittelten Unternehmenswert in Höhe von 15 - 20% vorgeschlagen. Die Analyse des Fungibilitätsabschlages ergab

jedoch, dass dieser theoretisch und empirisch nicht ausreichend belegt ist und deshalb nur von Praktikern anerkannt wird. Eine Verwendung, die aufgrund der Erkenntnisse in dieser Arbeit sinnvoll erscheint, muss daher stets ausreichend begründet werden.

Einen weiteren Widerspruch zur Investitionstheorie stellt die geringe/nicht vorhandene Diversifikation des Eigentümers zur Beseitigung des unsystematischen Risikos dar. Aus der Arbeit ging hervor, dass es zur Lösung dieses Problems keine ausreichend plausibilisierten Theorien gibt.

Das zuletzt in der Arbeit diskutierte Problem lag in der historisch signifikanten Überrendite, die kleinere Unternehmen aufweisen. Zur Lösung dieses Problems wurde eine Small Cap Premium als Aufschlag auf die Kapitalkosten in Anlehnung an die Erkenntnisse von Fama/French empfohlen. Nach einer Analyse zur Anwendbarkeit der unter anderem auf dem amerikanischen Kapitalmarkt ermittelten Prämie bei der Bewertung deutscher KMU scheint eine Berücksichtigung in Höhe von 0 - 4% auf die Kapitalkosten angemessen. Auch dies ist einzelfallbezogen kritisch zu prüfen, anzupassen und zu begründen.

Abschließend ist zu sagen, dass die Gesamtbewertungsverfahren durch die diskutierten Hilfsgriffe und Lösungsvorschläge in Anlehnung an die Empfehlungen des IDW generell für die Bewertung von KMU geeignet sind. Es ist jedoch darauf zu achten, dass auf Grund der teilweise fehlenden theoretischen Akzeptanz die Verwendung von Zu- und Abschlägen auf jedes KMU speziell zuzuschneiden ist und sehr detailliert begründet werden sollte.

Meiner Meinung nach sollten diese Anforderungen – die sehr individuelle Berücksichtigung der Zu- und Abschläge sowie eine detaillierte Begründung – den Bewertenden nicht davon abhalten, dass Ertragswert- oder das DCF-Verfahren bei der Bewertung von KMU anzuwenden. Beide Verfahren passen bis heute am besten zu den Grundsätzen des IDW S 1. Ich denke, dass die wesentlichen Besonderheiten der KMU, die eine Rechtfertigung zur Anwendung der Gesamtbewertungsverfahren erschweren, durch die sorgfältige Anwendung der besprochenen Zu- und Abschläge ausreichend Berücksichtigung finden.

Nach meiner Einschätzung, die durch die Auswertung der angegebenen Literatur in dieser Hinsicht wesentlich beeinflusst wurde, wird es in der nächsten Zeit verstärkt zu empirischen und theoretischen Untersuchungen zu den Bewertungsverfahren für KMU sowie den Anpassungsmechanismen für die Gesamtbewertungsverfahren kommen. Dieser Trend wird besonders durch die erhöhte Anzahl an Verkaufs-/Kaufprozessen von KMU, die in Kapitel 2.3 thematisiert wurden, hervorgerufen. Gleichzeitig werden diese Transaktionen konkrete, kurzfristige Erfahrungswerte und Erkenntnisse liefern, die in Zukunft sehr stark zu berücksichtigen sein wird.

Insgesamt bietet das Feld der Kapitalkostenermittlung bei der Bewertung von KMU, besonders im Rahmen von Transaktionen, noch einen großen Raum für Nachforschungen empirischer Art.

7. Literaturverzeichnis

Beitrag in ...

- BAAR, STEPHAN; STREIT, BARBARA (2007): *Praktische Probleme der Bewertung von Klein- und Mittelständischen Unternehmen mit Hilfe des Standards IDW S 1 und Überlegungen zur Überarbeitung des Standards*. In: Federhoff-Rink, Gerlind; Sicherer, Klaus von (Hg.): Unternehmenssteuerung. Steuern und Bewertungsfragen ; Management von Unternehmen und Hochschulen ; Festschrift für Prof. Dr. Klaus von Sicherer zum 65. Geburtstag. Aachen: Shaker (Merseburger Schriften zur Unternehmensführung, 8), S. 65–98.
- BAETGE, JÖRG; NIEMEYER, KAI; KÜMMEL, JENS; SCHULZ, ROLAND (2009): *Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 339–477.
- BAETGE, JÖRG; NIEMEYER, KAI; KÜMMEL, JENS (2002): *Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 2., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 263–360
- EDEL, STEFAN (2007): *Aufgaben und Probleme bei der Umsetzung des IDW - Standards 1 n.F. "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" bei der Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen*. In: Streit, Barbara (Hg.): Beiträge zu aktuellen Finanzmarktthemen. Bondholder vs. Shareholder Value - Bewertung von kleinen und mittelständischen Unternehmen - Implizite Volatilitäten von Eurex Optionen. Aachen: Shaker (Merseburger Schriften zur Unternehmensführung, 7), Bd. 7, S. 109–190.
- GLEIBNER, WERNER (2006): *Bewertung von Private Equity Gesellschaften*. In: Drukarczyk, Jochen; Ernst, Dietmar (Hg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung. München: Vahlen, S. 225–252.
- HELBLING, CARL (2006): *Valuation of Small and Medium-Sized Companies*. In: Berndt, Ralph (Hg.): Management-Konzepte für kleine und mittlere Unternehmen. Berlin, Heidelberg: Springer-Verlag Berlin Heidelberg (Springer-11775 /Dig. Serial], 13).
- HELBLING, CARL (2009): *Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 707–717.
- JACOBS, DIETRICH; RUNGE, ANJA (2010): *Übertragung von Unternehmensvermögen nach der Erbschaftssteuerreform. ausgewählte Gestaltungsansätze*. In: Schöning, Stephan; Richter, Jörg; Wetzel, Heike; Nissen, Dirk (Hg.): Kleine und mittlere Unternehmen. Herausforderungen und Innovationen ; Forschungsbeiträge. Frankfurt am Main: Lang, S. 313–331.
- KELLER, MICHAEL; HOHMANN, BRUNO (2004): *Besonderheiten bei der Bewertung von KMU*. In: Richter, Frank (Hg.): Unternehmensbewertung: moderne Instrumente und Lösungsansätze. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 189-216.

- KUNOWSKI, STEFAN; POPP, MATTHIAS (2009): *Berücksichtigung von Steuern*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 941–976.
- MANDL, GERWALD; RABEL, KLAUS (2009): *Grundlagen der Unternehmensbewertung (Überblick)*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 49–90.
- PANKOKE, TIM; PETERSMEIER, KERSTIN (2009): *Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung*. In: Schacht, Ulrich; Fackler, Matthias (Hg.): *Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele*. 2., vollständig überarbeitete Aufl. Wiesbaden: Gabler / GWV Fachverlage, S. 107–138
- PEEMÖLLER, VOLKER H. (2009) *Wert und Werttheorien*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 1–16.
- PEEMÖLLER, VOLKER H. (2009a): *Bedeutung der Anlässe für die Unternehmensbewertung*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 17–28.
- PEEMÖLLER, VOLKER H. (2009b): *Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 29–48.
- PEEMÖLLER, VOLKER H.; KUNOWSKI, STEFAN (2009): *Ertragswertverfahren nach IDW*. In: Peemöller, Volker H. (Hg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe, S. 265–338.
- WALLAU, FRANK (2009): *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*. In: Felden, Birgit (Hg.): *Familienunternehmen – was bleibt, was wird?* Band 1. Döcker und Berlin: Edition EMF, Bd. 1, S. 30–45.

Hochschulschrift

- BIS, GABRIELA (2007): *Small Cap Premium: Does Liquidity Hold Water? Bachelor-Thesis*. Betreut von Aswath Damodaran. New York. Leonard N. Stern School of Business, Undergraduate College. Online verfügbar unter http://w4.stern.nyu.edu/emplibrary/Gabriela_Bis_honors_2007.pdf, zuletzt geprüft am 30.06.2010.
- DAMODARAN, ASWATH (2005): *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. New York. Stern School of Business. Online verfügbar unter <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>, zuletzt geprüft am 14.07.2010.
- DODEL, KERSTIN (2009): *Valuation of German "Mittelstand" Companies. Dissertation*. Betreut von Paul Söderlind und Manuel Ammann. St. Gallen. Universität St. Gallen. Online verfügbar unter [http://www.biblio.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3612/\\$FILE/dis3612.pdf](http://www.biblio.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/3612/$FILE/dis3612.pdf), zuletzt geprüft am 29.03.2010.
- ROJAHN, JOACHIM (2008): *Liquidität und Bewertung: Messung und Management des Illiquiditätsabschlags am deutschen Aktienmarkt. Dissertation*. Betreut von Rainer Elschen und Walter Assenmacher. Essen. Universität Duisburg-Essen.

Internetdokument

EUROPÄISCHE KOMMISSION (2003): *Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen*. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:de:PDF>, zuletzt geprüft am 30.07.2010

GESETZENTWURF DER BUNDESREGIERUNG (2008) Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts. Online verfügbar unter <http://www.bmj.de/files/-/3152/RegE%20Gesetz%20zur%20Modernisierung%20des%20Bilanzrechts.pdf>, zuletzt geprüft am 30.07.2010

EUROSTAT (2008): *Unternehmen nach Größenklassen – Überblick über KMU in der EU*. Online verfügbar unter http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-08-031/DE/KS-SF-08-031-DE.PDF, zuletzt geprüft am 30.07.2010

IFM (2010): *KMU-Definition des IfM Bonn*. Institut für Mittelstandsforschung Bonn. Online verfügbar unter <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=89>, zuletzt geprüft am 30.07.2010.

STATISTISCHES BUNDESAMT (2010a). *Unternehmen und Betriebe – Deutschland. Unternehmen nach Beschäftigtengrößenklassen*. Online verfügbar unter http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_enterprise.asp?reg=00, zuletzt geprüft am 30.07.2010

STATISTISCHES BUNDESAMT (2010b). *Anteile kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU)1 an ausgewählten Merkmalen 2005*. Online verfügbar unter <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Statistiken/UnternehmenGewerbelnsolvenzen/KMUMittelstand/Tabellen/Content100/GrundstueckWohnung.psml>, zuletzt geprüft am 30.07.2010

Monographie

BALLWIESER, WOLFGANG (2004): *Unternehmensbewertung. Prozeß, Methoden und Probleme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

BEHRINGER, STEFAN (2004): *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen*. 3., neu bearb. und erw. Aufl. Berlin: Schmidt (Grundlagen und Praxis der Betriebswirtschaft, 69).

BEHRINGER, STEFAN (2009): *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen*. 4., neu bearb. und erw. Aufl. Berlin: E. Schmidt (Management und Wirtschaft Praxis, 69).

BRUNS, CHRISTOPH; MEYER-BULLERDIEK, FRIEDER (2003): *Professionelles Portfoliomanagement. Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Handelsblatt-Bücher).

BUSCH, KAI (2008): *Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Theorie und Praxis*. Univ. der Bundeswehr, Diss.--München, 2008. 1. Aufl. Göttingen: Sierke.

DRUKARCZYK, JOCHEN; SCHÜLER, ANDREAS (2007): *Unternehmensbewertung*. 5., überarb. und erw. Aufl. München: Vahlen (Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften).

- ERNST, DIETMAR; SCHNEIDER, SONJA; THIELEN, BJOERN (2003): *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. Ein Praxisleitfaden*. München: Vahlen.
- GARZ, HENDRIK; GÜNTHER, STEFAN; MORIABADI, CYRUS (2006): *Portfolio-Management. Theorie und Anwendung*. 4., überarb. Aufl. Frankfurt am Main: Frankfurt-School-Verl. (Kompendium bankbetrieblicher Anwendungsfelder).
- Ibbotson S&P 2009 Classic yearbook. Market results for stocks, bonds, bills, and inflation 1926-2008 (2009). Chicago: Morningstar.
- KNACKSTEDT, HANS W. (2009): *Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten. Erfahrungen eines Eigentümer-Unternehmers aus Verkauf und Kauf*. München: AVM-Verl.
- KRUSCHWITZ, LUTZ; LÖFFLER, ANDREAS; ESSLER, WOLFGANG (2009): *Unternehmensbewertung für die Praxis. Fragen und Antworten*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- KUP, ALEXANDER (2007): *Methoden der Unternehmensbewertung. Internationaler Vergleich kleiner und mittelgroßer Unternehmen. Univ., Diss.--Warschau, 2006*. Hamburg: Kovac (Schriften zum betrieblichen Rechnungswesen und Controlling, 45).
- MANDL, GERWALD; RABEL, KLAUS; MANDL-RABEL (1999): *Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung*. [Nachdr.]. Wien: Ueberreuter.
- MATSCHKE, MANFRED JÜRGEN; BRÖSEL, GERRIT (2006): *Unternehmensbewertung. Funktionen - Methoden - Grundsätze*. 2., durchgesehene und aktualisierte Auflage. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden.
- MOXTER, ADOLF (1983): *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*. 2., vollst. umgearb. Aufl., Nachdr. Wiesbaden: Gabler.
- OGIER, TIM; RUGMAN, JOHN; SPICER, LUCINDA (2004): *The real cost of capital. A business field guide to better financial decisions*. London: Financial Times/Prentice Hall/Pearson Education (Corporate finance).
- RUH, HARTMUT (2006): *Unternehmensbewertung von Krankenhäusern. Grundlagen, Analysen und Bewertung von Krankenhäusern unter besonderer Berücksichtigung der materiellen Privatisierung*. München: Utz (Schriftenreihe zum Finanz-, Prüfungs- und Rechnungswesen, 43)
- VORFELD, MICHAEL (2009): *Asset Pricing. Zur Bewertung von unsicheren Cashflows mit zeitvariablen Diskontraten. Univ., Diss.--Göttingen, 2008*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag / GWV Fachverlage GmbH Wiesbaden (Gabler Edition Wissenschaften).
- WÖHE, GÜNTER; DÖRING, ULRICH (2002): *Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. 21., neubearb. Aufl. München: Vahlen (Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften).
- ZISCHG, KURT (2009): *Praxishandbuch Investition*. Wien: Linde Verlag

Rechtsprechung

LG DORTMUNG, Beschl. vom 01.04.2004, AZ: 18 AktE 2/03. Online verfügbar unter:
http://www.justiz.nrw.de/nrwe/lgs/dortmund/lg_dortmund/j2004/18_AktE_2_03beschluss20040401.html

OLG DÜSSELDORF, Beschl. vom 31.03.2006, AZ: I-26 W 5/06 AktE. Online verfügbar unter:
http://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2006/I_26_W_5_06_AktEbeschluss20060331.html

OLG DÜSSELDORF, Beschl. vom 20.09.2006, AZ: I-26 W 8/06 AktE. Online verfügbar unter:
http://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2006/I_26_W_8_06_AktEbeschluss20060920.html

OLG KOBLENZ, Beschl. vom 05.04.2007, AZ: 6 U 342/04. Online verfügbar unter:
<http://www3.justiz.rlp.de/rechtspr/DisplayUrteil.asp?rowguid={8D3E791D-8379-47A1-8700-EBEF9DF8EF3E}>

Sammelwerke

PEEMÖLLER, VOLKER H. (HG.) (2009c): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 4., aktualisierte und erw. Aufl. Herne: Verl. Neue Wirtschafts-Briefe

Sonstiges

INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND, E.V. (IDW) (2008): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008).

GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON (2010) Wiesbaden: Gabler GWV Fachverlage GmbH.

LEXIKON DER BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE (2004) München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag

HOLTERMAN, WIM; REA, NICK (2008): *Adjusting for control and marketability. A global survey of the use of discounts and premia in private company valuation*. Herausgegeben von: Global Competency Center - PricewaterhouseCoopers.

PRATT, SHANNON P (2009): *Business valuation discounts and premiums*. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley

Zeitschriftenaufsatz

CHERIDITO, YVES; SCHNELLER, THOMAS (2008): *Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung. Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich*. In: Der Schweizer Treuhänder, H. 6-7, S. 416–422.

DODEL, KERSTIN (2008): *Abschläge auf Unternehmenswerte nicht börsennotierter Gesellschaften. Nachweis und Implikation bei der Bewertung deutscher Privatunternehmen*. In: Bewertungs-Praktiker: der Bewertungsservice des Finanz-Betrieb und der IACVA-Germany, H. 1, S. 2–9.

FAMA, EUGENE E.; FRENCH, KENNETH R. (2006): *The Value Premium and the CAPM*. In: THE JOURNAL OF FINANCE, H. 5, S. 2163–2185.

KRATZ, NORBERT; WANGLER, CLEMENS (2005): *Unternehmensbewertung bei nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen: Das Problem der Ermittlung entscheidungsrelevanter Kapitalkosten*. In: FINANZ BETRIEB, Jg. 7, H. 3, S. 169–176.

MARKOWITZ, HARRY (1952): Portfolio Selection. In: THE JOURNAL OF FINANCE, H. 7, S. 77-91

VOGLER, OLIVER (2009): *Das Fama-French-Modell: Eine Alternative zum CAPM - auch in Deutschland*. In: FINANZ BETRIEB, Jg. 11, H. 7 + 8, S. 382–388.

ZIEGER, MARTIN; SCHÜTTE-BIASTOCH, SONJA (2008): *Gelöste und ungelöste Fragen bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)*. In: FINANZ BETRIEB, Jg. 10., H. 9, S. 590–601.

8. Anhang

(1)

Quelle des IDW	Qualitatives Merkmal in den Bereichen
	Eigentümer und Kontrolle
PH 9.100.1, Tz. 3	Eigentum bei einer kleinen Anzahl von Personen (keine Publikumsgesellschaft)
S 1, Tz. 164 PH 9.100.1, Tz. 3	Die Unternehmenseigner und das Management sind oftmals in einer Person oder Personengruppe vereint, d.h. Eigentümer mit geschäftsführender Funktion, [ein so genannter Eigentümer-Unternehmer - Anm. d. Verf.]
S 1, Tz. 164	Kein unabhängiges Kontrollorgan
	Markt und Management
PH 9.100.1 Tz. 3	Tätigkeit nur innerhalb weniger Geschäftsbereiche
PH 9.100.1 Tz. 3	Abhängigkeit von nur wenigen Produkten, Dienstleistungen oder Kunden und daher starker Einfluss von Nachfrageänderungen und Konkurrenzentwicklung
PH 9.100.1 Tz. 3	Überproportional starke Abhängigkeit von Auswirkungen ungünstiger Entwicklungen in der Branche
S 1, Tz. 170 i. V. m. S 1, Tz. 52	Die Fähigkeiten, Kenntnisse und das Engagement der Eigentümer-Unternehmer haben einen außerordentlich großen Einfluss auf den Unternehmenserfolg und die Überlebensfähigkeit am Markt
S 1, Tz. 50	In personenbezogenen Unternehmen liegen in der Person des Eigentümers-Unternehmers wesentliche Erfolgsbeiträge und damit auch zukünftige finanzielle Überschüsse, die ohne den bisherigen Eigentümer nicht realisiert werden können
S 1, Tz. 51	Eine hohe Bedeutung der Person des Eigentümer-Unternehmers für die Situation an den Beschaffungs- und Absatzmärkten
	Rechnungswesen, internes Kontrollsystem
S 1, Tz. 172 PH 9.100.1 Tz. 3	Oftmals keine bzw. keine schriftlich fixierte Unternehmensplanung für die Zukunft
PH 9.100.1 Tz. 3 S 1, Tz. 167 S 1, Tz. 171	Einfaches Rechnungswesen, das daher nur beschränkt aussagefähig ist und das in erster Linie der Ermittlung von steuerlichen Bemessungsgrundlagen dient
PH 9.100.1 Tz. 3	Einfache interne Kontrollen, d.h. fehlendes oder unterentwickeltes internes Kontrollsystem

	Finanzierung und Investition
S 1, Tz. 167	Eine fehlende Trennung fließender Übergang zwischen Betriebsvermögen und Privatvermögen
S 1, Tz. 168 PH 9.100.1 Tz. 3	Oftmals geringe Eigenkapitalausstattung
S 1, Tz. 168 PH 9.100.1 Tz. 3	Eingeschränkte Fremdfinanzierungsfähigkeit über den Kapitalmarkt aufgrund des fehlenden Zugangs zur Börse
S 1, Tz. 168 PH 9.100.1 Tz. 3	Erschwerte Eigenfinanzierungsmöglichkeiten
S 1, Tz. 171	Lange Investitionszyklen

Tabelle 15 - Zusammenfassung der qualitativen Merkmale von KMU gem. IDW (Busch, 2008, S. 29)

(2)

Posten	Anmerkungen
Einzahlungen aus dem Betriebsbereich	
- Auszahlungen für den Betriebsbereich	
= Cashflow vor Zinsen und Steuern CF	Entspricht EBITDA, sofern in die Earnings nur zahlungswirksame Posten eingehen
- Steuern bei reiner Eigenfinanzierung	
= Operating Cashflow OCF	
- Saldo aus Auszahlungen für Investitionen und Einzahlungen aus Desinvestitionen	Kassenerhöhung führt ebenfalls zur Investition
= Free Cashflow FCF	Erfasst die falsche Steuerlast, weil er ein rein eigenfinanziertes Unternehmen unterstellt; wird im WACC-Verfahren und im APV-Verfahren benötigt
+ Unternehmenssteuerersparnis wegen Abzugsfähigkeit der Zinsen (Tax Shield) TS	
= Total Cashflow TCF	Erfasst die richtige Steuerlast; geht in ein WACC-Verfahren ein
- Zinsen Z	Zinsen und die beiden folgenden Komponenten können als Flow to Debt FTD benannt werden (analog zum FTE)
+ Kreditaufnahme	
- Kredittilgung	
= Flow to Equity FTE	Entspricht dem Ertrag bei der Ertragswertmethode

Tabelle 16 - Bezüge zwischen Cashflow Begriffen (vgl. Ballwieser, 2005, S. 112)

(3)

	Earnings before interest and taxes (EBIT)
-	Cash taxes on EBIT
=	Net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT)
+	Depreciation
=	Gross Cashflow
+/-	Change in Working Capital
-	Capital Expenditure
-	Increase in net other assets
=	Operating Free Cashflow
+	Cashflow from non-operating investments
=	Free Cashflow

Abbildung 10 - Ableitung des Free Cashflow (vgl. Mandl/Rabel, 2009, S. 65)

(4)

Merkmale	WACC-Ansatz	Equity- Approach	APV-Verfahren
Cashflow- Definitionen	Free Cashflow (FCF) oder Total Cashflow (TCF)	Flow to Equity (FTE)	Free Cashflow (FCF)
Diskontie- rungssatz	Mischzinsfuß (k_{WACC}) aus Renditefor- derung der EK-Geber für das ver- schuldete Unternehmen (r_{EK}) und Fremdkapitalkosten (r_{FK})	Renditeforderun- gen der Eigenka- pitalgeber für das verschuldete Un- ternehmen (r_{EK})	Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber für das unverschuldete Unternehmen (r_{EK}^u)
Ermittlung des Share- holder Va- lue	Marktwert des Gesamtkapitals (im WACC-Ansatz) <u>- Marktwert d. verz. Fremdkapitals</u> = Shareholder Value	Marktwert des EK = Shareholder Value	Marktwert d. unverschuldeten Unternehmens <u>+ Barwert d. Tax Shield aus Fremdfinanzierung</u> = Marktwert des Gesamtkapitals (APV-Ansatz) <u>- Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals</u> = Shareholder Value

Tabelle 17 - Gegenüberstellung der DCF-Verfahren (vgl. Mandl/Rabel, 2009, S. 73)

(5)

Beispiele für systematische Risiken	Beispiele für unsystematische Risiken
Bruttoinlandsprodukt steigt stärker als erwartet	Die Errichtung einer neuen Fabrik ist billiger als erwartet
Zinsen steigen	Arbeitnehmer in einer Fabrik streiken
Die heimische Währung wertet auf	Aufgrund von Sicherheitsbedenken müssen Produkte zurückgerufen werden
Die Inflationsrate sinkt	Ein Konkurrent zieht sich aus dem Geschäft zurück
Der Ölpreis steigt	Eine Ölquelle trocknet aus

Tabelle 18 - Systematische und unsystematische Risiken (vgl. Ogier et al., 2004, S. 17)

(6)

Autoren	Zeitraum	Marktrisikoprämie als arithmetisches Mittel	Marktrisikoprämie als geometrisches Mittel
Dimson/Marsh/Staunton	1900-2000	9,9%	6,7% (Details nicht erkennbar)
Conen/Väth	1949-1992	10,4% (16,6%-6,2%)	6,8% (12,9%-6,1%)
Bimberg	1954-1988	8,2% (15%-6,8%)	5,3% (11,9%-6,6%)
Stehle/Hartmond	1954-1988		4,6% (12,1%-7,5%)
Morawietz	1950-1992		4,4% (11,94%-7,49%)
Stehle	1969-1998		3,2% (10,8%-7,6%)
Baetge/Krause	1967-1991		2,65% (10,41%-7,76%)
Gielen	1960-1993		1,2%

Tabelle 19 - Historische Schätzungen der Marktrisikoprämie (vgl. Ballwiese, 2004, S. 95)

(7)

Branche	β-Faktor
Telekom	1,48
Automobil	1,29
Finanzdienstleistungen	1,26
Banken	1,25
Technologie	1,24
Versicherungen	1,21
Bau	0,98
Industrie	0,97
Konsum, zyklisch	0,90
Versorgungsunternehmen	0,85
Rohstoffe	0,82
Konglomerate	0,78
Einzelhandel	0,76
Energie	0,75
Chemie	0,72
Lebensmittel	0,70
Konsum, nicht zyklisch	0,66
Pharmaunternehmen	0,53
Medien	0,50

Tabelle 20 - Branchen-Betas (vgl. Behringer, 2009, S. 143)

(8)

Discounts und Premia	Korrektur	Grundgedanke der Korrektur
Control Premium	Wertzuschlag	Für die Kontrolle über ein Unternehmen
Small Cap Premium	Wertabschlag	Für kleine Unternehmen mit tiefer Kapitalisierung
Key Person Discount		Falls der Unternehmenserfolg wesentlich von einer Person/einer kleinen Gruppe von Personen abhängt
Fungibilitätsabschlag		Für die fehlende Marktgängigkeit/fehlende Liquidität im Handel von Titeln eines Unternehmens
Minority Discount		Für die fehlende Kontrolle über ein Unternehmen
Conglomerate Discount		Für die starke Diversifizierung/fehlende Fokussierung eines Unternehmens

Tabelle 21 - Übersicht über gängige Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung (vgl. Cheridito/Schneller, 2008, S. 417)

(9)

Mittelstand vgl. mit deutschen Kapitalgesellschaften					
Multiplikator	Vor 2001	2001-2003	Ab 2004		
P/Sales	-8,4%	18,5%	20,9%		
EV/Sales	-9,4%	8,6%	7,0%		
EV/EBITDA	18,0%	26,1%	27,8%		
EV/EBIT	18,9%	20,5%	24,3%		
P/E	24,8%	26,3%	34,4%		
Mittelstand vgl. mit deutschen Kapitalgesellschaften					
Multiplikator	Produktion	TKU*	Handel	Finanz**	Service
P/Sales	17,3%	14,8%	28,9%	-6,1%	-12,2%
EV/Sales	8,2%	23,1%	18,7%	-10,7%	-15,9%
EV/EBITDA	33,4%	22,9%	43,7%	15,0%	-13,9%
EV/EBIT	23,6%	21,5%	35,1%	k. A.	-11,3%
P/E	29,5%	k. A.	59,8%	14,8%	-0,7%

*Fett sind signifikant, Abschlag (+), Prämie (-); *Transport, Kommunikation, Utilities, **Finanz, Versicherung und Immobilien*

Tabelle 22 - Abschläge auf Mittelstandsunternehmen ggü. börsennotierten Unternehmen aus Deutschland nach Zeitraum und Industrie (vgl. Dodel, 2008, S. 6)

(10)

Dezil	Marktkapitalisierung tiefer als USD... Mio.	Unerklärte Renditeabweichung (arithmetisches Mittel)
1	371.187	-0,36%
2	16.821	0,62%
3	77.777	0,74%
4	4.085	0,97%
5	2.849	1,54%
6	1.946	1,63%
7	1.378	1,62%
8	976	2,35%
9	627	2,71%
10	314	5,81%
Gruppe 3-5		0,94%
Gruppe 6-8		1,74%
Gruppe 9-10		3,74%

Tabelle 23 - Small-Cap-Effekt für den US-Aktienmarkt von 1926 - 2008
(vgl. Ibbotson SBBI, 2008, S. 115)