



Hochschule Wismar

University of Technology, Business and Design

Fachbereich Wirtschaft



Hochschule Wismar

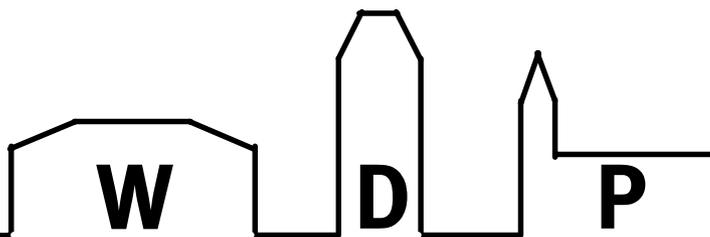
University of Technology, Business and Design

Faculty of Business

Christian Mahnke

Nachfolge durch Unternehmenskauf
- Werkzeuge für die Bewertung und Finanzierung von
KMU im Rahmen einer externen Nachfolge -

Heft 16 / 2005



Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

Der Fachbereich Wirtschaft der Hochschule Wismar, University of Technology, Business and Design bietet die Präsenzstudiengänge Betriebswirtschaft, Management sozialer Dienstleistungen, Wirtschaftsinformatik und Wirtschaftsrecht sowie die Fernstudiengänge Betriebswirtschaft, International Management, Krankenhaus-Management und Wirtschaftsinformatik an. Gegenstand der Ausbildung sind die verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens in der Unternehmung, der modernen Verwaltungstätigkeit im sozialen Bereich, der Verbindung von angewandter Informatik und Wirtschaftswissenschaften sowie des Rechts im Bereich der Wirtschaft.

Nähere Informationen zu Studienangebot, Forschung und Ansprechpartnern finden Sie auf unserer Homepage im World Wide Web (WWW): <http://www.wi.hs-wismar.de/>.

Die Wismarer Diskussionspapiere/Wismar Discussion Papers sind urheberrechtlich geschützt. Eine Vervielfältigung ganz oder in Teilen, ihre Speicherung sowie jede Form der Weiterverbreitung bedürfen der vorherigen Genehmigung durch den Herausgeber.

Herausgeber: Prof. Dr. Jost W. Kramer
Fachbereich Wirtschaft
Hochschule Wismar
University of Technology, Business and Design
Phillipp-Müller-Straße
Postfach 12 10
D – 23966 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753 441
Fax: ++49/(0)3841/753 131
e-mail: j.kramer@wi.hs-wismar.de

Vertrieb: HWS-Hochschule Wismar Service GmbH
Phillipp-Müller-Straße
Postfach 12 10
23952 Wismar
Telefon: ++49/(0)3841/753-574
Fax: ++49/(0)3841/753-575
e-mail: info@hws-startupfuture.de
Homepage: www.hws-startupfuture.de

ISSN 1612-0884
ISBN 3-910102-71-9

JEL-Klassifikation M13, M10, M54

Alle Rechte vorbehalten.

© Hochschule Wismar, Fachbereich Wirtschaft, 2005.
Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	6
Vorbemerkung	7
1. Problemstellung und Methodik	8
1.1. Zur Themenstellung	8
1.2. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung	8
2. Rahmenbedingungen und Entwicklungen der Unternehmensnachfolge	9
2.1. Ausgangssituation	9
2.1.1. Allgemeines	9
2.1.2. Mögliche Nachfolger	11
2.1.3. Zeithorizont einer Nachfolge	14
2.1.4. Zusammenfassung	14
2.2. Entwicklungstrends	14
2.2.1. Trendgrundlage	14
2.2.2. Entwicklungsrichtungen	15
2.2.3. Einbindung einer Beteiligungsgesellschaft	15
2.2.4. Vorteile von Private Equity	17
2.2.5. Nachfolge und Rating	17
2.2.6. Vor- und Nachteile eines Kaufes	18
2.2.7. Mögliche Rolle der Unternehmensberater	18
2.3. Darstellung des Gesamtprozesses eines Unternehmenskaufs	18
2.4. Resümee	20
3. Bewertung von Unternehmen	21
3.1. Grundlagen der Unternehmensbewertung	21
3.2. Methoden der Unternehmensbewertung	23
3.2.1. Bewertungsmethoden für einen Unternehmenskauf	23
3.2.2. Allgemeine Erläuterungen zu einzelnen Methoden	24
3.2.3. Ertragswertmethode	26
3.2.3.1. Erträge	26
3.2.3.2. Kapitalisierungszinssatz	29
3.2.4. DCF-Methode	30
3.2.4.1. Free Cash-flow	31
3.2.4.2. Kapitalisierungszinsfuß	31

3.2.4.3.	Diskontierung	33
3.2.4.4.	Zusammenfassung	34
3.2.5.	Multiplikatormethode	34
3.2.6.	Vergleich und kritische Würdigung der Verfahren	36
3.2.6.1.	Vor- und Nachteile des Ertragswertverfahrens (Netto-Cash-flow bei Eigner)	39
3.2.6.2.	Vor- und Nachteile der DCF-Methode (WACC-Ansatz)	39
3.2.6.3.	Vor- und Nachteile des Multiplikatorverfahrens	40
3.3.	Besonderheiten bei der Bewertung von KMU	41
3.4.	Verfahren zur kennzahlengestützten, indikativen Wertbestimmung	42
3.4.1.	Allgemeines	42
3.4.2.	Basis des Verfahrens	43
3.4.3.	Ertragsprognose	45
3.4.4.	Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes	46
3.4.5.	Umsetzung des Bewertungsmodells in eine Softwareanwendung	47
3.5.	Rechtliche Aspekte einer Unternehmensbewertung	50
3.6.	Resümee	51
4.	Finanzierung eines Unternehmenskaufs	52
4.1.	Rolle der Finanzierung beim Unternehmenskauf	52
4.2.	Möglichkeiten der Finanzierung	54
4.2.1.	Eigenfinanzierung	54
4.2.2.	Mezzanine Finanzierung	55
4.2.3.	Fremdfinanzierung	55
4.3.	Instrumente der Finanzierung	56
4.3.1.	Instrumente der Innenfinanzierung	56
4.3.2.	Instrumente der Außenfinanzierung zur Eigenkapitalbeschaffung	56
4.3.2.1.	Emission	56
4.3.2.2.	Genussschein	57
4.3.2.3.	Private Equity	57
4.3.3.	Instrumente der Außenfinanzierung zur Fremdkapitalbeschaffung	59
4.3.3.1.	Allgemeines	59
4.3.3.2.	Langfristige Bankkredite	60
4.3.3.3.	Öffentliche Fördermittel	62
4.3.4.	Vergleich ausgewählter Finanzierungsinstrumente	64
4.3.5.	Zweckorientierte Wahl der Finanzierungsinstrumente	67
4.3.5.1.	Volumina der Finanzierung	67
4.3.5.2.	Finanzierungskosten	68
4.3.5.3.	Temporäre Verfügbarkeit der Finanzierung	69
4.3.5.4.	Verschuldungsgrad	70
4.3.5.5.	Sicherheiten	70
4.4.	Finanzierungsmodelle	70

	5
4.4.1. Allgemeines	70
4.4.2. Modell 1 – Geringe Volumina	71
4.4.3. Modell 2 – Mittlere Volumina	72
4.4.4. Modell 3 – Hohe Volumina	73
4.5. Resümee	75
5. Klärungsbedürftige Punkte	76
6. Zusammenfassung und Fazit	78
6.1. Zusammenfassung	78
6.2. Fazit	79
Literaturverzeichnis	80
Autorenangaben	82

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Frühjahr dieses Jahres am Fachbereich Wirtschaft der Hochschule Wismar als Diplomarbeit im Studiengang Wirtschaftsrecht angenommen. Sie befasst sich mit einem äußerst aktuellen Thema, nämlich der Unternehmensnachfolge. Angesichts von rund 70.000 Unternehmen in Deutschland, die in jedem Jahr vor einem Generationswechsel stehen, wahrlich ein relevantes Problem. Denn an jedem einzelnen dieser Unternehmen hängen nicht nur Arbeitsplätze und Investitionen, sondern auch individuelle Beiträge zur „Sicherung des Standortes Deutschland“.

Sofern die betroffenen Unternehmen nicht im Familienkreis übergeben werden, muss die Nachfolge anders geregelt werden. Unabhängig davon, ob die entsprechenden „Übernehmer“ nun aus dem Unternehmen selbst kommen oder von außen, sie stehen vor ähnlichen Herausforderungen. Als Kernprobleme haben sich dabei die Ermittlung des Unternehmenswertes – als Grundlage für die Kaufpreisermittlung – und die Finanzierung eben dieses Preises herausgestellt.

Zwar sind dafür in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis bereits ausgefeilte Instrumente entwickelt worden, die in ihrer Anwendung aber gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen auf Schwierigkeiten stoßen: Vielfach sind sie entweder zu kompliziert, zu zeitaufwändig oder zu teuer.

An dieser Stelle knüpft die vorliegende Arbeit an. Denn der Verfasser entwickelt eigene Lösungsansätze dafür, wie potenzielle Käufer und Verkäufer gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen mit Hilfe einfacher, aber fundierter Verfahren die Bewertungsproblematik lösen können. Dazu wird die Ertragswertmethode mit einer Berücksichtigung von „weichen Faktoren“ verknüpft.

Abgerundet werden die Ausführungen durch die Betrachtung verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten, wobei anhand von drei Finanzierungsmodellen ihre Umsetzung in der Praxis skizziert wird.

Der Verfasser hat mit diesem Buch eine Arbeit vorgelegt, die einen wesentlichen Beitrag für die Lösung der Nachfolgeproblematik in vielen kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland leisten kann. Ich freue mich, seine Ausführungen im Rahmen dieser Schriftenreihe einem größeren Publikum zugänglich machen zu dürfen.

Wismar, Mai 2005

Jost W. Kramer

Vorbemerkung

Ansatzpunkt dieser Arbeit ist die vorwiegend betriebswirtschaftliche Betrachtung der Unternehmensnachfolge durch einen familienexternen Nachfolger. Noch immer wird dieses Themengebiet, sowohl in der Literatur als auch in den Medien, im Wesentlichen durch juristische und steuerrechtliche Aspekte dominiert, daher besteht hier besonderer Aufklärungsbedarf. Der Hintergrund der Arbeit und die Beachtung des bestehenden Informationsdefizits rechtfertigen es allerdings, aus dem Gesamtprozess der Nachfolge zwei wichtige Problematiken herauszugreifen und zu erörtern: *Bewertung* und *Finanzierung*.

Mein Praxissemester absolvierte ich in dem Zeitraum vom 3. März 2003 bis zum 31. August 2003 in einer Berliner Unternehmensberatung. Durch den praktischen Fall eines Klienten wurde ich auf Herausforderungen aufmerksam, die sich durch eine Unternehmensnachfolge ergeben. Damals ging es vornehmlich um die Finanzierung, woraus mannigfaltige Probleme erwuchsen, da sich dieses Vorhaben bei einem klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU) als sehr schwierig darstellte.

In logischer Fortsetzung dieser Erkenntnis und aufgrund eines erneuten Falles wurde ich damit beauftragt, bei der 3C Capital Consulting Company GmbH, einer Berliner Unternehmensberatung, den Aufbau des neuen Geschäftsfeldes *Unternehmensnachfolge* vorzubereiten und umzusetzen.

Diese Arbeit hat von vielen Seiten Unterstützung erfahren. Persönlich danken darf ich insbesondere den Geschäftsführern der 3C GmbH, *Herrn Ronald Maier* und *Herrn Peter Matthies* für die geduldige Unterstützung und hervorragende Zusammenarbeit. Auch meinem akademischen Mentor, *Prof. Dr. Jost W. Kramer*, bin ich aufgrund der unkomplizierten aber hoch effektiven Kooperation und seiner „Hilfe in der Not“ Dank schuldig.

Allen anderen, die auf mannigfaltige Art mir ihre Unterstützung zukommen ließen, sei an dieser Stelle ebenfalls ein herzlicher Dank ausgesprochen.

Berlin, Februar 2005

Christian Mahnke

1. Problemstellung und Methodik

1.1. Zur Themenstellung

„Nachfolgeregelung durch Unternehmenskauf – *Werkzeuge für die Bewertung und Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen im Rahmen einer externen Nachfolge*“ – die Themenstellung dieser Arbeit enthält zwei Schwerpunkte aus dem Gesamtprozess der Unternehmensnachfolge durch Verkauf:

- Die *Unternehmensbewertung*, welche mit unterschiedlichen Zielstellungen erfolgen kann und sowohl dem Verkäufer als auch dem Käufer einen Anhaltspunkt geben muss, was das Unternehmen wert ist.
- Die *Finanzierung*, welche mit mannigfachen Instrumenten, Beteiligten und Modellen dem Käufer Möglichkeiten an die Hand geben soll, den Kaufpreis zu finanzieren.

Die Auswahl dieser Schwerpunkte und ihre Kombination basieren auf der Erkenntnis, dass beide Elemente, der Weg zur Findung eines akzeptablen Kaufpreises und seine anschließende Finanzierung, für den Unternehmenskäufer eines KMU, der als natürliche Person oder NewCo. agiert, die zentralen und alles entscheidenden Problemstellungen sind. Können diese Fragen nicht geklärt werden, ist es müßig, sich über eine Businessplanung, Restrukturierung oder auch einen Vertrag Gedanken zu machen. Die Situation ist so, dass zwar KMU die Basis der deutschen Wirtschaft darstellen, es aber kaum fundierte Techniken zu ihrer Bewertung gibt. Verglichen mit der Situation Mitte der Neunziger Jahre gestaltet sich die Finanzierung eines KMU durch all seine Lebensphasen zudem nunmehr deutlich schwieriger.

Sein Diplomsemester absolvierte der Verfasser bei der 3C Capital Consulting Company GmbH, einer Berliner Unternehmensberatung. Das Unternehmen ist als Regionalpartner bei der Nexxt Datenbank, der größten deutschen Nachfolgebörse, gelistet und vorwiegend im Bereich Finanzierung tätig.

Die Konfrontation mit den Problemen einer externen Nachfolge führte zu der Überlegung, wie die Beratung von Unternehmenskäufern, in Form natürlicher Personen, durchzuführen sei, damit diese ein Unternehmen zu einem sinnvollen Preis erwerben und den Kaufpreis finanzieren können. Die Arbeit greift dies auf und bietet zu dieser Problematik sinnvolle Lösungsansätze.

1.2. Erkenntnisinteresse und Zielsetzung

Das Erkenntnisinteresse und die Zielstellung dieser Arbeit leiten sich aus dem Thema und seiner Vorgeschichte ab. Daher besteht diese Arbeit aus zwei Schwerpunkten.

Im ersten Schwerpunkt wird die Problematik der Bewertung im Hinblick

auf den Unternehmenskauf betrachtet. Dabei werden zunächst die Bewertungsmethoden überblicksartig vorgestellt und darauf drei Methoden näher beleuchtet, welche einander gegenübergestellt werden. Anschließend ist der Ansatzpunkt, ein Verfahren zur „indikativen Unternehmensbewertung“ zu entwickeln, dessen Aufgabe es sein wird, einen Näherungswert zu errechnen, der als Verhandlungsbasis oder Grenznutzwert dienen kann, ohne dass ein umfangreiches Gutachten erstellt und komplizierte, langwierige und teure Berechnungen durchgeführt werden müssen. Es soll auf Basis von MS Excel umgesetzt werden.

Der zweite Abschnitt beschäftigt sich mit den Möglichkeiten, die der Käufer hat, um den Kaufpreis für das Unternehmen zu finanzieren. Dazu werden zunächst die Instrumente vorgestellt, die für jenes Unterfangen grundsätzlich zur Verfügung stehen. Des Weiteren werden die Finanzierungsmöglichkeiten erläutert, die vorhanden sind. Abschließend werden drei Modelle für verschiedene Kaufpreisvolumina entwickelt, die exemplarisch bei der Kaufpreisfinanzierung im Rahmen einer Unternehmensnachfolge eingesetzt werden könnten. Folgende Fragen werden Grundlage dieser Modelle sein:

- Wie muss die Finanzierung ausgelegt sein, um mit dem eingesetzten Eigenkapital die größtmögliche Hebelwirkung zu erreichen?
- Wie kann die Haftung seitens des Käufers möglichst gering gehalten werden?
- Wie kann der Übernehmer die größten Kontrollmöglichkeiten behalten?

Die vorliegende Arbeit geht vorwiegend davon aus, dass es sich bei dem Käufer des Unternehmens um eine natürliche Person handelt. Er kauft das Unternehmen um es als Gesellschafter-Geschäftsführer weiterzuführen. Daher ist der Fokus der Betrachtung bezüglich der Zielunternehmen auch ausschließlich auf KMU beschränkt. Steuerliche Fragen sind nicht berücksichtigt, rechtliche Fragestellungen nur ein Randgebiet.

2. Rahmenbedingungen und Entwicklungen der Unternehmensnachfolge

*„Zusammenkommen ist der Anfang,
zusammenarbeiten der Erfolg.“
(Henry Ford)*

2.1. Ausgangssituation

2.1.1. Allgemeines

Viele Unternehmer stehen, heute mehr denn je, vor dem Problem, dass sie sich aus dem Geschäftsleben zurückziehen wollen, aber kein Nachfolger für ihr Unternehmen in Sicht ist. Da die familiäre Nachfolge im Laufe der Zeit suk-

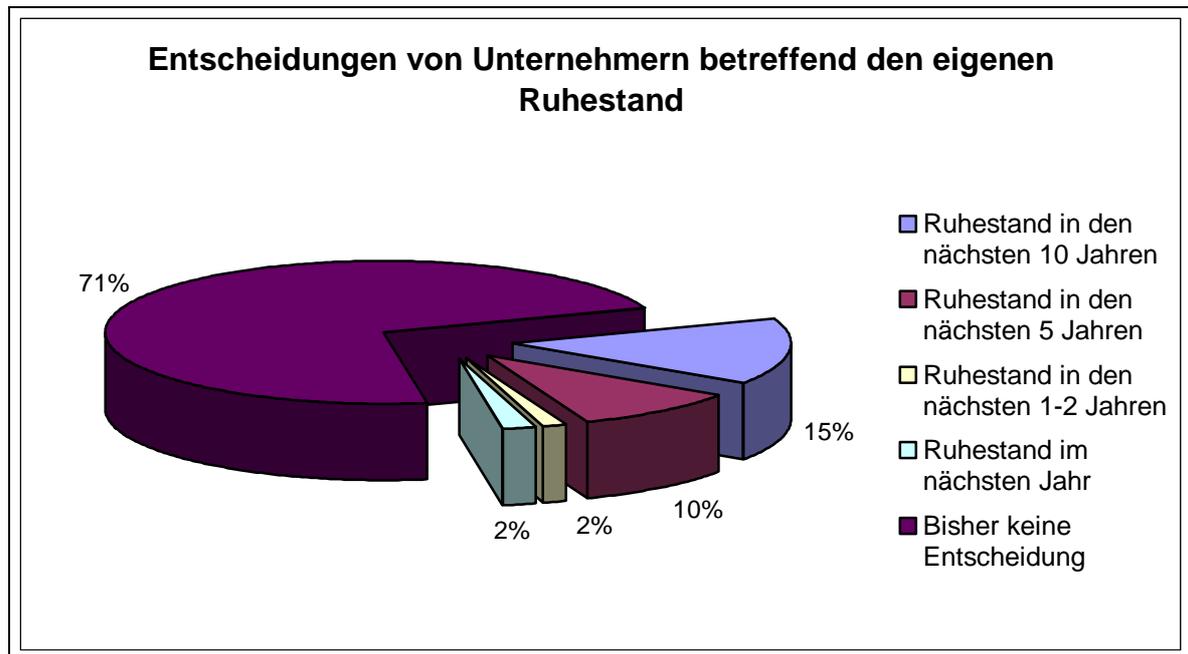
zessive an Bedeutung verliert, müssen andere Wege gefunden werden um die Fortführung des Unternehmens zu sichern. Ein probates und immer häufiger praktiziertes Mittel dafür bietet sich durch den Verkauf des Unternehmens an. Dies will allerdings gut vorbereitet sein und muss von langer Hand geplant werden, um erfolgreich durchgeführt werden zu können.

Noch vor wenigen Jahren wurden Unternehmen fast ausschließlich innerhalb der eigenen Familie übergeben. Der Vater erbte den Betrieb von seinem Vater, um ihn an den Sohn zu übergeben. Ihn einem Fremden zu überlassen, war undenkbar. So wurden ganzen Dynastien begründet, welche lange Zeit das wirtschaftliche, aber auch politische Geschehen fest in ihren Händen hielten. Zu denken ist in diesem Zusammenhang beispielsweise an die Familie der Medici, deren Einfluss so groß war, dass sich aus ihren Rängen sogar Päpste wie Leo X. rekrutierten. Aber auch die Fugger sind ein gutes Beispiel, wie geschickte Geschäftstätigkeit zu Macht und Reichtum führen können und über Generationen erhalten bleiben. Sie finanzierten beispielsweise Kaiser Maximilian seine Unternehmungen und erkauften Karl V. die Kaiserkrone. Dafür herrschten sie über den Bergbau in der alten und neuen Welt. Auch in der heutigen Zeit sind Familienunternehmen in der ersten Garde der deutschen Wirtschaft zu finden. Dazu zählen Gesellschaften wie Lidl, Dussmann, Vorwerk, Hornbach, Dr. Oetker und viele andere mehr.

Jährlich steht in rund 70.000 Unternehmen (vgl. Keller 2004a; Felger 2004: 34ff) im gesamten Bundesgebiet die Aufgabe der Nachfolge an, wodurch schätzungsweise eine Million Arbeitsplätze betroffen sind. Diese Unternehmen rekrutieren sich aus den 1,9 Mio. deutschen Familienunternehmen mit einem Jahresumsatz von über 50 T€ (vgl. Widrat 2004: 82ff), welche die Basis der deutschen Wirtschaft darstellen und einen Anteil von 90 % an der Zahl der gesamten Unternehmen haben.

In den kommenden fünf Jahren sollen schätzungsweise 500.000 KMU (vgl. Nöcker 2003; Felger 2004: 34ff; Michalakakis 2002) auf die nächste Generation übertragen werden. Auch wenn viele Unternehmer das Thema Nachfolge nur allzu gern auf die lange Bank schieben (vgl. auch Felden 2003: 4ff), da es an die eigene Sterblichkeit erinnert, müssen trotzdem Lösungen gefunden werden, da sonst das Ergebnis sehr oft die Liquidation der Gesellschaft ist. Jährlich betrifft dies schätzungsweise 5.900 Unternehmen, wodurch der Verlust von 33.500 Arbeitsplätzen hingenommen werden muss (vgl. o. V. 2004a).

Abbildung 1: Entscheidung über den Ruhestand

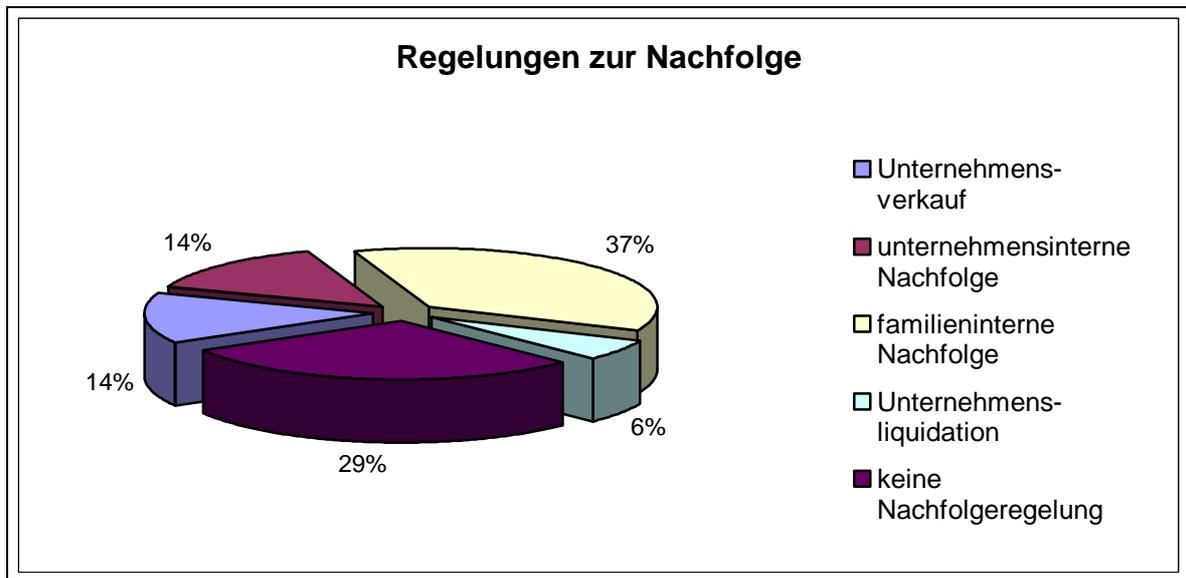


Quelle: In Anlehnung an Gruner + Jahr AG & Co KG/WirtschaftsPresse/Impulse (2004: 91).

Laut Angaben des IfM Bonn (Gruner + Jahr AG & Co KG/WirtschaftsPresse/Impulse 2004: 90ff) haben sich drei Viertel aller Unternehmer noch nicht einmal entschieden, wann sie in den Ruhestand gehen wollen. Oftmals erst ab einem Alter von 50 Jahren machen sich einige Gedanken zu dem Thema. Ab einem Alter von 60 Jahren wissen drei Viertel der Unternehmer, wann sie in den Ruhestand gehen wollen. Etwa die Hälfte will bis zum 65. Lebensjahr arbeiten, weitere 20 % planen, bis zum Erreichen des 70. Lebensjahres weiterzuarbeiten.

Eine weitere Erkenntnis liegt darin, dass, wie bereits vorher angedeutet, immer weniger Unternehmer ihren Betrieb an die Kinder übergeben. So ist der Anteil derjenigen, die ihr Unternehmen verkaufen möchten, bereits fast ebenso groß, wie der Anteil der Unternehmer, die den Betrieb familienintern übergeben können. Der Anteil derjenigen, die ihre Nachfolge noch nicht geregelt haben, ist mit fast 30 % erschreckend hoch, vor allem vor dem Hintergrund, dass die größte Gruppe der Befragten zwischen 50 und 60 Jahren alt ist.

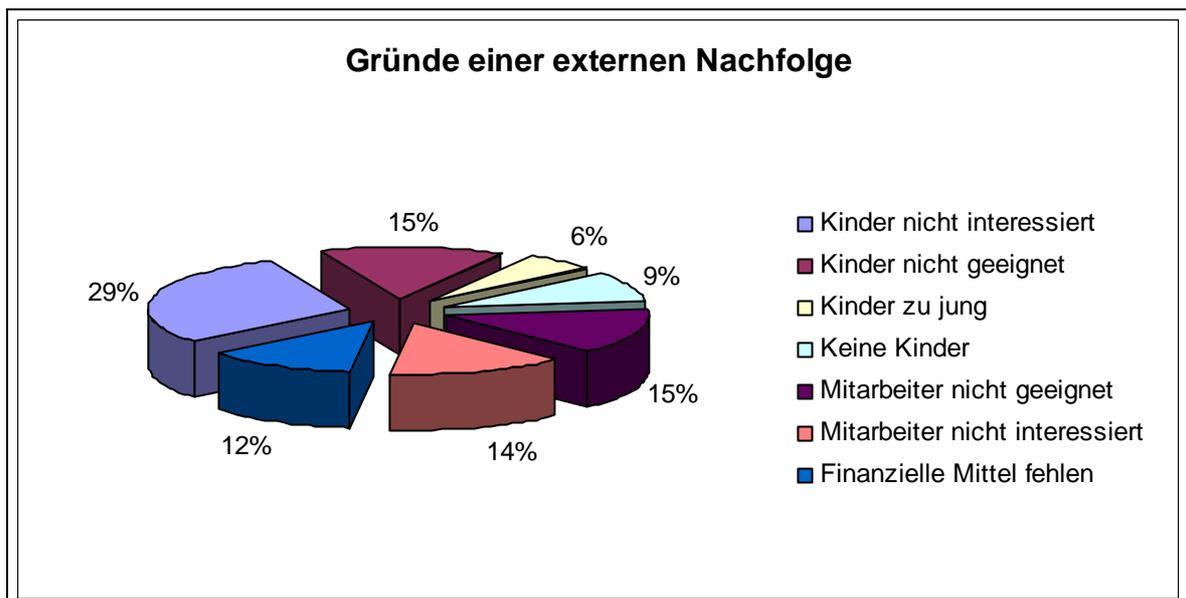
Abbildung 2: Getroffene Entscheidungen zur Nachfolgeregelung



Quelle: O. V. (2004b).

Damit ist der Trend klar erkennbar – der Verkauf von KMU gewinnt weiter an Bedeutung. Die Gründe für eine externe Nachfolge sind vielseitig. Die häufigste Ursache liegt darin, dass die Kinder nicht interessiert sind (vgl. o. V. 2004a). Außerdem minimiert der Übergeber seine Erfolgchancen, wenn er sich ausschließlich auf eine familieninterne Nachfolge fokussiert (vgl. Keller 2004b).

Abbildung 3: Gründe einer externen Nachfolge



Quelle: In Anlehnung an L-Bank (2003: 13).

Auch wenn grundsätzlich eine familieninterne Nachfolge für das Unternehmen günstiger sein kann – der Nachfolger hat mehr Zeit in das Unternehmen hineinzuwachsen, und der finanzielle Bedarf ist geringer – kann sie nicht erzwungen werden und der Verkauf sichert häufig zumindest den Bestand des Unternehmens und damit auch der Arbeitsplätze.

2.1.2. Mögliche Nachfolger

Fraglich ist oftmals, woher der Nachfolger kommen soll, wenn nicht aus der eigenen Familie. Grob einteilen kann man die Käufer in unternehmensinterne und -externe Käufer. Bei unternehmensinternen Käufern handelt es sich häufig um eine oder mehrere Personen aus der Führungsetage. Es wird geschätzt, dass bei Übernahmen durch das unternehmenseigene Management in 20 % der Fälle (vgl. L-Bank 2003: 14) eine Gruppe von Personen kauft.

Diese Zahlen basieren allerdings auf Erhebungen aus Baden-Württemberg, wodurch sie unter Umständen nur eingeschränkt repräsentativ für das gesamte Bundesgebiet sein könnten. Aufgrund von fehlendem Vergleichsmaterial sollen sie nichtsdestotrotz verwendet werden. Mögliche Abweichungen sind diesem Umstand geschuldet.

Externe Käufer können zudem sowohl natürliche als auch juristische Personen sein. In den meisten Fällen kaufen Wettbewerber einen Konkurrenten aus Gründen des Markenerwerbes, der Realisierung steuerlicher Vorteile, zur Erschließung von Rationalisierungspotenzial respektive fremder Märkte oder zur Erweiterung des Personals, des Kundenstamms sowie des technologischen Know-hows, aber auch aus Gründen der Marktberreinigung. Möglich ist ebenfalls der Kauf durch einen strategischen Investor. Bei strategischen Investoren handelt es sich häufig um Unternehmen, die andere interessante Unternehmen in ihr Portfolio aufnehmen wollen. Dabei gilt, dass große Unternehmen Umsatz kaufen, also Marktanteile, während kleine Unternehmen Ertrag kaufen (vgl. Hülsbömer 2001: 44). Immer häufiger spielt auch der Kauf durch Finanzinvestoren eine Rolle. Bei dieser Form handelt es sich oftmals um eine Mischform, da die Finanzinvestoren mittels Private Equity einen Management Buy-Out (MBO), Management Buy-In (MBI) oder Management-In-Management-Buy-Out (MIMBO) finanzieren. Letztgenannte Ausprägung ist dadurch gekennzeichnet, dass sich ein Managementteam aus in- und externen Managern einkauft. Interessant sind für Finanzinvestoren allerdings, aufgrund der hohen Transaktionskosten, oft nur Unternehmen mit einer Umsatzgröße ab etwa 10 Mio. €. Diese Investoren halten vornehmlich Ausschau nach „Hidden Champions“ oder führen Turn-Around-Finanzierungen durch (vgl. Hohmann 2003: 20f).

2.1.3. Zeithorizont einer Nachfolge

Im Unterschied zu familieninternen Nachfolgen ist bei einem Unternehmensverkauf von einem anderen Zeithorizont auszugehen. Erfolgt die Übergabe des Unternehmens in der Familie, ist mit einer Übergangsfrist zwischen 5 und 10 Jahren zu kalkulieren. Ein einzelner Unternehmenskäufer, in Form einer natürlichen Person, muss für die Zeit vom Entschluss bis zur tatsächlichen Übernahme etwa 3-4 Jahre einplanen. Weitaus schneller wird mit etwa 1,5 Jahren der Verkauf an einen strategischen Investor abgewickelt. Bei einem MBI geht man von etwa einem Jahr aus, während ein MBO im Idealfall in drei Monaten abgeschlossen sein kann (vgl. Keller 2004: 32).

2.1.4. Zusammenfassung

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass die Nachfolge von langer Hand geplant werden muss. Dabei sollten neben der durch den Unternehmer favorisierten Lösung auch stets Alternativen erarbeitet werden. Ein gutes Unternehmenskonzept sollte neben der Regelung zur Unternehmensnachfolge auch ein Konzept zur Notfallvorsorge enthalten. Dieses ist essentiell, damit bei einem unerwarteten Ausscheiden des Unternehmers, sei es durch einen Unfall, eine Krankheit oder bei Problemen, verursacht durch eine Scheidung des Unternehmers von seinem Ehepartner, das Überleben des Unternehmens gesichert ist.

Der übergabewillige Unternehmer muss sich frühzeitig Gedanken dazu machen, welche Art von Nachfolger für ihn am ehesten in Betracht kommt. Je nach Ergebnis dieser Überlegung sollte das Unternehmen dementsprechend vorbereitet und die Zeitschiene kalkuliert werden.

2.2. *Entwicklungstrends*

2.2.1. Trendgrundlage

An der Situation, dass Unternehmer am Ende ihres beruflichen Lebens einen Nachfolger benötigen, hat sich nichts geändert – geändert haben sich allerdings die Rahmenbedingungen für eine Übergabe. Nicht einmal mehr die Hälfte der Unternehmen wird in der Familie weitergegeben und die geringe Erfolgsquote von familieninternen Nachfolgen sowie eine möglicherweise erhöhte Investitionsbereitschaft seitens externer Käufer, verursacht durch eine konjunkturelle Trendwende und mehr suchendem Kapital, könnte diesen Trend weiter verstärken.

2.2.2. Entwicklungsrichtungen

Die Suche nach alternativen Übergabeformen wird daher weiter vorangetrieben. Der aktuelle Trend: Primäre Übergabeform wird mittelfristig der Unternehmensverkauf in den Formen

- Verkauf mittels MBO bzw. MBI,
- Verkauf an in- oder ausländischen Konkurrenten oder
- Verkauf an einen Finanzinvestor sein.

Der Vorteil bei einem Verkauf an einen Konkurrenten liegt darin, dass ein überdurchschnittlich hoher Preis für das Unternehmen erzielt werden kann. Durchschnittlich zahlen Konkurrenten von allen Käufern die höchsten Preise, da sich bei ihnen der größte Nutzen durch Synergieeffekte einstellen kann. Beim Kauf durch ausländischen Konkurrenten wird teilweise bis zu 30 % mehr als der marktübliche Preis gezahlt, um sich so den Markteintritt in Deutschland zu erkaufen. Viele Unternehmer verkaufen allerdings an Konkurrenten ungern, da sie befürchten, das Unternehmen werde entweder gar nicht oder nicht in ihrem Sinne weitergeführt. Hier kommt es sehr stark auf den Persönlichkeitstypus an, dem der Verkäufer zugehörig ist.

Ist er eher rational und denkt gewinnorientiert, oder ist er mehr emotional und bereit, Abschläge in Kauf zu nehmen, nur damit sein Unternehmen nicht in die Hände eines Konkurrenten fällt. Ein emotionsgetriebener Unternehmertypus ist daher eher daran interessiert, an eine natürliche Person, sei sie aus dem eigenen Unternehmen oder extern, zu verkaufen, bei der er davon ausgehen kann, dass diese das Unternehmen in seinem Sinne weiterführt. Dafür nimmt der Verkäufer in der Regel relativ hohe Preisabschläge¹ in Kauf und bietet dem Käufer Finanzierungsmöglichkeiten, die er so keiner anderen Käufergruppe zuteil lassen würde.

2.2.3. Einbindung einer Beteiligungsgesellschaft

Die oftmals günstigste Alternative zum Verkauf an einen Konkurrenten ist im Rahmen der familienexternen Nachfolge der Verkauf an einen oder mehrere Finanzinvestoren, also die Generierung von Private Equity – sofortigem Cash für den Verkäufer. Während der neunziger Jahre war das Stichwort Venture Capital in aller Munde. Die Frühphasen- und Wachstumsfinanzierungen, aber auch die Finanzierung von Spin-Offs war das Betätigungsfeld von Beteiligungskapitalgebern. Ihre Funktion lag in der Bereitstellung von Wagniskapital. Schon nach kurzer Zeit konnten sich diese oft durch einen Exit am Kapitalmarkt mit hoher Rendite refinanzieren. Durch die Ende der Neunziger

¹ Eigene Notizen vom 3. nextt-day, 01.12.2004 von 16.30 – 20.00 Uhr im Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit, Berlin.

global einsetzende Baisse an den Börsen erscheint die Refinanzierung durch Exit am Markt immer ungünstiger. Eine geringere Zahl von Börsengängen scheint diese Beobachtung zu unterstützen.

Stattdessen verlagerte sich der Investmentfokus auf zwei Typen: Hidden Champions und Turn-Around-Finanzierungen. Wurde im Jahr 2000 nur 16,4 % des Beteiligungskapitals für Unternehmensnachfolgen eingesetzt, waren es im Jahr 2002 bereits 45,7 % (vgl. Externbrink/Wittrock 2004: 16). Bei Hidden Champions handelt es sich um ertragsstarke Unternehmen, häufig mittelständisch, die bereits seit einigen Jahren erfolgreich eine Marktnische bedienen. Diese Unternehmen werden gekauft und mittels einer Buy&Build-Strategie weiter technologisch und expansiv vorangetrieben. Überdurchschnittliche Wertsteigerungen können somit realisiert werden.

Bei Turn-Around-Finanzierungen werden Unternehmen in der Krise gekauft und mittels eines versierten Managements restrukturiert und neu ausgerichtet um so einen Turn-Around zu erreichen (vgl. Keller 2004d: 12 f).

Interessant bei dieser Form der Beteiligung ist, dass die gekauften Unternehmen nach und nach kleiner wurden. Kommen heute bereits Unternehmen ab einer Umsatzgröße von 10 Mill. € für Beteiligungskapitalgeber in Frage, waren es vor wenigen Jahren noch weitaus höhere Umsatzzahlen, die ein Unternehmen erreichen musste, um für diese Art von Kapitalgebern interessant zu erscheinen (vgl. Hohmann 2003: 20). Es ist davon auszugehen, dass künftig auch Unternehmen mit noch kleineren Umsatzvolumina für Finanzinvestoren spannend werden können, da sich durch fortschreitende Verbesserungen in der Informationstechnik, zunehmende Erfahrungen, eine starke Belegung des M&A-Geschäfts in den Jahren 2005-2007 die Transaktionskosten verringern lassen dürften.

Für Unternehmen, die heute bereits einen Finanzinvestor mit „ins Boot“ holen wollen, kann es interessant sein, sich für ein Add-on-Investment zu bewerben. Unter Umständen haben die Beteiligungskapitalgeber gerade ein Unternehmen in einem Portfolio oder möchten eines erwerben, zu dem es sich anbieten würde, ein Unternehmen aus einem ähnlichen Bereich oder eines, das als Zulieferer etc. fungiert, zu erwerben. Dann werden schon heute auch kleinere Unternehmen interessant und finden auch bei geringeren Umsatzgrößen eine mittels Private Equity finanzierte Nachfolgeregelung.

Finanzinvestoren arbeiten in der Regel so, dass sie entweder das alte Management gegen ein Management aus dem eigenen Hause ablösen oder ein für sie externes Management, wie Führungsmitarbeiter aus dem Zielunternehmen oder Manager, die weder aus dem Zielunternehmen noch von dem Finanzinvestor kommen, einsetzen. Die Anteile am Unternehmen werden im überwiegenden Teil der Fälle durch die Investmentgesellschaft vollständig gehalten, teilweise übernimmt aber auch die neue Führungsriege eine Minderheitsbeteiligung.

2.2.4. Vorteile von Private Equity

Für den Verkäufer bestehen mehrere große Vorteile, welche dafür sprechen, dass die Nachfolge mittels Private Equity sich zunehmender Beliebtheit erfreuen wird. Zum einen muss das Unternehmen nicht der Konkurrenz überlassen werden, was aus psychologischer Sicht einen großen Vorzug darstellt. Zum anderen wird die Haftungskapitalbasis des Unternehmens häufig stark erweitert, wodurch sich nicht nur die Bonität verbessert, sondern auch insgesamt ein besserer Hebel für die Generierung von Fremdkapital ergibt. Zum dritten kann das Unternehmen durch einen institutionellen Mitgesellschafter häufig einen Imagegewinn verbuchen.

Diesen positiven Effekten steht natürlich der Nachteil gegenüber, dass, wenn der Unternehmer nicht sofort aussteigen möchte, seine Anteile stark verwässert werden, und er damit häufig die alleinige Entscheidungsbefugnis verliert. Es bestehen andererseits aber auch Vorurteile seitens der Verkäufer gegenüber Investmentgesellschaften. Diese wurzeln allzu oft in Ängsten, jene Gesellschaften würden ihr Unternehmen, ihr Lebenswerk, nach Gutdünken zerstören oder bis zur Unkenntlichkeit umbauen, um ihr Profitstreben zu befriedigen. Diesen Ängsten muss entgegengewirkt werden, um nicht wichtige Alternativen zu verlieren.

2.2.5. Nachfolge und Rating

Kurzfristig gesehen werden die Sicherung der Nachfolge und die Notfallvorsorge einen höheren Stellenwert innerhalb der Unternehmensplanung einnehmen. Spätestens durch Basel II werden zukünftig alle Unternehmen einem Rating unterzogen und in unterschiedliche Bonitätskategorien, gemäß dem ihnen inhärenten Risiko, eingeteilt. Je nach Ergebnis zahlen die Unternehmen unterschiedlich hohe Fremdkapitalzinsen. Damit ist jedes Unternehmen daran interessiert, in eine möglichst gute Bonitätskategorie eingestuft zu werden, um die Kosten für Fremdkapital möglichst gering zu halten. Im Rahmen des Ratings nehmen eine geregelte Nachfolge bzw. eine vorliegende Notfallplanung einen nicht zu unterschätzenden Stellenwert ein. So wird z. B. die Nachfolgeregelung im Sparkassenrating mit zwölf Prozent der Gesamtnote bewertet (vgl. Felger 2004: 35).

Hier liegt durchaus das Potenzial, mit einem relativ geringen Aufwand die Kapitalkosten eines Unternehmens zu senken. Derzeit mangelt es noch an einer konsequenten und einheitlichen Bewertung der Nachfolgesituation im Rahmen der qualitativen Faktoren. Damit ist die Berücksichtigung der Nachfolge in dem Bonitätsscore nicht oder nicht ausreichend umgesetzt. Dies sollte allerdings erfolgen, da eine geregelte oder offene Nachfolge Auswirkungen auf die mittelfristige Kapitaldienstfähigkeit hat. Durch die Einrichtung von Risikomanagement- und Controllingssystemen wird Nachfolge- und Notfall-

planung ebenfalls weiter in den unternehmerischen Fokus gerückt werden.

2.2.6. Vor- und Nachteile eines Kaufes

Es scheint immer klarer zu werden, dass sich sukzessive mehr angehende Unternehmer für den Kauf eines Unternehmens entscheiden, statt ein eigenes zu gründen. Dies kann zwar teurer sein, bietet allerdings auch eine Menge von Vorteilen. Der Nachfolger steigt in ein laufendes Unternehmen mit einem tatsächlich funktionierenden Geschäftskonzept ein. Die mühsame und riskante Startphase kann übersprungen werden, und es besteht bereits ein Netzwerk von Kunden, Mitarbeitern, Lieferanten und anderen Geschäftspartnern. Vorteile ergeben sich außerdem in Bezug auf die Planungssicherheit, da Chancen und Risiken besser und sicherer abgeschätzt werden können. Ein Nachteil ist allerdings, dass verkrustete oder nicht ins neue Geschäftskonzept passende Strukturen ebenso mit übernommen werden.² Der Um- und Abbau dieser Strukturen ist häufig mit erheblichen Remanenzkosten verbunden.

2.2.7. Mögliche Rolle der Unternehmensberater

Im Rahmen einer Nachfolgeregelung wird es immer häufiger dazu kommen, dass auch Unternehmensberater im Rahmen einer Nachfolgeregelung bei KMU stärker eingebunden werden. Hier entwickelt sich seitens der tatsächlichen sowie potenziellen Käufer und Verkäufer langsam ein Bewusstsein dafür, dass Ergebnisse, die im Alleingang erreicht werden, oftmals teurer erkaufte sind, als jene, die mit einer fundierten und kompetenten Beratung erreicht werden können. Hier können insbesondere im betriebswirtschaftlichen Bereich Unternehmensberater Unterstützungsleistungen anbieten, die einen spürbaren Mehrwert generieren.

Der BDU e. V. hat zu diesem Thema einen speziellen Ausschuss gegründet, der die Kompetenz einiger Mitglieder auf diesem Feld zusammenfasst und mögliche Aufgabengebiete von Beratern absteckt. Hierzu zählen im Wesentlichen Finanzierung, Bewertung und Organisationsplanung (vgl. BDU 2001).

Beratungsleistungen von Unternehmensberatern, auch zur Regelung der Nachfolge und damit verbundener Fragestellungen, können durch Zuschüsse aus speziellen Programmen des Bundes und der Länder gefördert werden.

2.3. *Darstellung des Gesamtprozesses eines Unternehmenskaufs*

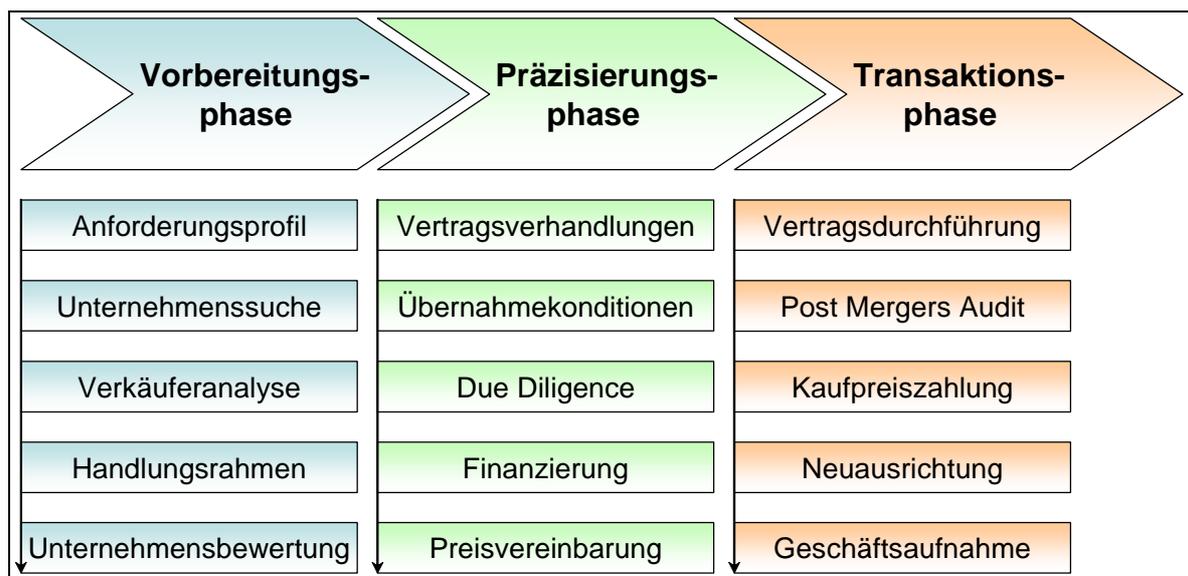
Der Prozess eines Unternehmenskaufes ist äußerst vielschichtig und berührt neben betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Aspekten auch viele psycholo-

² Vgl. Diefenbach (2004: 84); für einen erschöpfenden Vergleich zwischen Kauf und Neugründung vgl. auch Felden/Klaus (2003: 27).

gische Faktoren. Letztere sind schwer quantifizierbar, dürfen aber bei einem holistischen Nachfolgekonzept nicht außer Acht gelassen werden.

Noch bevor betriebswirtschaftliche und juristische Lösungen diskutiert werden, müssen zunächst Käufer und Verkäufer zusammengebracht werden. Hier liegt immer noch ein großes Manko. Selbiges Problem wurde auch von der Wirtschaftspolitik erkannt. So bietet beispielsweise „Nexxt“ eine Matchingfunktion an, durch welche der betreuende Regionalpartner einen Vergleich zwischen Verkäufer-/Unternehmensprofil und Käuferprofil durchführen kann. Dieses Instrument ist, wie auch die anderen Angebote, immer noch recht unzulänglich, die Ergebnisse unbefriedigend. Das Problem ist allerdings erkannt und es werden weitere Verbesserungen hierbei erfolgen. Mit der kommenden Fusion von „Nexxt“ und „Change“ zu einem gemeinsamen Portal wird ein weiterer großer Schritt in diese Richtung getan. Nachfolgend wird von einem erfolgreichen Matching ausgegangen.

Abbildung 4: Phasenmodell des Kaufprozesses



Quelle: In Anlehnung an o. V. (2004c: 19) sowie Keller (2004c: 33).

In der *Vorbereitungsphase* muss zunächst ein Anforderungsprofil erstellt werden. Dabei handelt es sich um die Prämissen, die ein Käufer bei der Suche nach einem passenden Unternehmen zugrunde legt. Beispiele für diese Prämissen können Umsatz, Unternehmensgröße, Mitarbeiterzahl, Branche, Standort, Verkehrsanbindung, Eigentümerstruktur sein.

Mit Hilfe des Anforderungsprofils kann die Suche nach einem passenden Unternehmen stark eingeschränkt und präzisiert werden. Anschließend kann mit der Unternehmenssuche begonnen werden. Die Möglichkeiten dafür sind in den letzten Jahren stark angewachsen. Informationen über zum Verkauf stehende Unternehmen können beispielsweise von Internetportalen wie Nexxt,

Change oder GO! bezogen werden. Weiterhin kommen Kammern und Verbände, Steuerberater, Unternehmensberater und andere als Helfer in Betracht.

Mittels eines Handlungsrahmens kann eine Arbeitsteilung durchgeführt werden, in der festgelegt wird, wem welche Aufgaben in dem Gesamtprozess zukommen, wer verantwortlich ist und wann welche Schritte abgeschlossen sein sollen. Spätestens an diesem Punkt sollte ein Berater eingeschaltet werden, der bei den einzelnen Schritten unterstützt. Die Praxis zeigt, dass Alleingänge von Nachfolgern kaum erfolgreich sind, da der Prozess zu komplex ist. Pro Nachfolge werden im Durchschnitt 2,4 Berater konsultiert; 43 % der Käufer und 76 % der Verkäufer haben sich Unterstützung eingeholt (vgl. Felger 2004: 34; Strick/Keller 2004: 5). Damit ist der Beratungsbedarf seitens der Käufer höher. Ist das Zielunternehmen gefunden, muss es bewertet werden. Unterschiedliche Methoden und Verfahren geben einen Anhaltspunkt für den Unternehmenswert. Aus Sicht des Käufers ist es sinnvoll, eine Preisobergrenze festzulegen.

In der *Präzisierungphase* erfolgen Vertragsverhandlungen sowie die Festlegung der Konditionen der Übergabe. Klärungsbedarf besteht bezüglich Zeitschiene, Zahlungszielen und -modalitäten, Unterstützung durch den Verkäufer etc. Eine Due Diligence in einem für KMU sinnvollen Rahmen ist anzuraten. Untersucht werden unterschiedliche Bereiche des Zielunternehmens, insbesondere rechtliche, wirtschaftliche, finanzielle und technische Verhältnisse (vgl. Hölters 2002: 539). Ziel ist es, die inhärenten Chancen und Risiken eines Unternehmens aufzudecken und so maßgeblichen Einfluss auf die Kaufentscheidung sowie auf die Preisgestaltung zu nehmen (vgl. Berens 2002: V). Mit Hilfe von Checklisten, welche in der einschlägigen Literatur oder im Internet, beispielsweise bei Nexxt, erhältlich sind, kann eine zielsichere Steuerung erfolgen. Nun kann ein konkreter Kaufpreis festgelegt werden. Nachfolgend sollte die Finanzierung „festgezurr“ werden. Entscheidend ist, dass nicht nur der Kaufpreis finanziert wird, sondern auch die oftmals zwingend erforderlichen Folgeinvestitionen zur Lösung eines Investitionsstaus oder wegen erforderlicher Neuausrichtung einkalkuliert werden.

Die *Transaktionsphase* als letztes Glied in der Kette des Unternehmenskaufs beinhaltet schwerpunktmäßig die Vertragsdurchführung, also deren Abwicklung. Unter Umständen kann an dieser Stelle ein Post Acquisitions Audit durchgeführt werden, um die Angaben des Verkäufers nochmals zu kontrollieren und um eventuelle Ansprüche auf Kaufpreisminderung zu prüfen. Danach wird der Kaufpreis gezahlt oder die Tilgung wird begonnen. Das Unternehmen wird dem Konzept des Käufers gemäß strukturiert und die Geschäftsaufnahme kann erfolgen.

2.4. Resümee

Schon heute beträgt der Anteil der Unternehmensnachfolgen durch Kauf na-

hezu 50% des gesamten Nachfolgevolumens. Dieser Wert wird sich zukünftig wahrscheinlich noch weiter erhöhen, während familieninterne Nachfolgen weiter in den Hintergrund rücken.

Eine gewaltige Herausforderung ist nach wie vor das Matching zwischen verkaufswilligen Unternehmern auf der einen Seite und potenziellen Käufern auf der Gegenseite. Unterschiedliche Institutionen versuchen diesem Umstand gerecht zu werden, indem sie Angebote schaffen und Hilfe anbieten.

Sind Käufer und Verkäufer zusammengekommen, drehen sich die gewichtigsten Fragen um den Kaufpreis. Auf Seiten des Verkäufers sind die Fragen:

- Was ist mein Unternehmen wert?
- Wie viel Kapital muss / will ich durch den Kauf generieren?
- Bin ich bereit dem Käufer Zugeständnisse bei der Finanzierung zu machen?

Auf Seiten des Käufers können die Fragen lauten:

- Wie viel ist das Unternehmen wert?
- Wann amortisiert sich der Unternehmenskauf?
- Wie finanziere ich den Kaufpreis und die Transaktionskosten?
- Welches Haftungsrisiko gehe ich bei welcher Finanzierung ein?

Um diese zentralen Fragen klären zu können, kommt keine der beteiligten Parteien umhin, sich mit der Finanzierung und der Bewertung zu beschäftigen. In den zwei nachfolgenden Kapiteln sollen dazu wichtige Fragen behandelt und Lösungsansätze geboten werden. Es wird davon ausgegangen, dass sich Käufer und Verkäufer bereits gefunden haben, unter Umständen ein Letter of Intent (LoI) unterzeichnet wurde und nun weitere Schritte in Angriff genommen werden.

3. Bewertung von Unternehmen

„Und wenn ihr etwas verkauft – sei es ein Verkauf an deinen Nächsten oder ein Kaufen aus der Hand deines Nächsten – dann sollt ihr euch gegenseitig nicht übervorteilen. Nach der Zahl der Jahre seit dem Erlassjahr sollst du von deinem Nächsten kaufen, nach der Zahl der Erntejahre soll er dir verkaufen.“

3. Buch Mose, Kapitel 25, Vers 14 und 15

3.1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Die Bewertung des Zielunternehmens seitens des Käufers soll diesem Argumente für die Verhandlungen geben und einen Anhaltspunkt liefern, wie viel er für das Unternehmen maximal ausgeben sollte. Da sich der Begriff des Wertes nicht nur auf rein monetäre Sachverhalte bezieht, sondern weit mehr umfasst, muss er klar vom Preis abgegrenzt werden.

Der Wert im Sinne der Unternehmensbewertung bestimmt sich einerseits aus dem Nutzen, den der Käufer durch den Erwerb des Unternehmens gewinnt. Sein eingesetztes Kapital muss also innerhalb einer vorher festzulegenden Zeit eine bestimmte Rendite abwerfen, da es sonst anderweitig besser verwendet werden könnte. Somit ist der wirtschaftliche Zweck ein Wirkungszweck (vgl. Behringer 2002: 26ff). Dieser rein wirtschaftliche Wert andererseits kann ohne einen individuellen Wert seine Bedeutung weitgehend verlieren. Jeder beurteilt den Wert eines Gutes, so auch den eines Unternehmens, anders und ein für ihn ermittelter Wert ist dann höher oder geringer, wenn er überzeugt ist, dass er einen wirtschaftlichen Nutzen ziehen kann oder aber wenn ihm der Glauben an den Erfolg der Unternehmung fehlt.

Eindeutig abzugrenzen vom Wert ist der Preis. Bei ihm geht es an sich um eine in Geld bezifferte Güte einer Ware, der sich durch Angebot und Nachfrage am Markt ergibt. Hier stellt der Preis das Endergebnis einer Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer dar und ist sowohl von rationalen, aber auch taktischen und psychologischen Aspekten beeinflusst.

Diese separaten Elemente, Wert und Preis, sind durch die Bewertung verbunden. Der Käufer bewertet und kauft nur dann, wenn der ermittelte Wert des Unternehmens für ihn höher ist als der zu zahlende Preis. Umgekehrt wird der Verkäufer, bis auf wenige Ausnahmefälle, nur dann verkaufen, wenn der Wert, den er dem Unternehmen zumisst, kleiner ist als der erzielbare Preis.

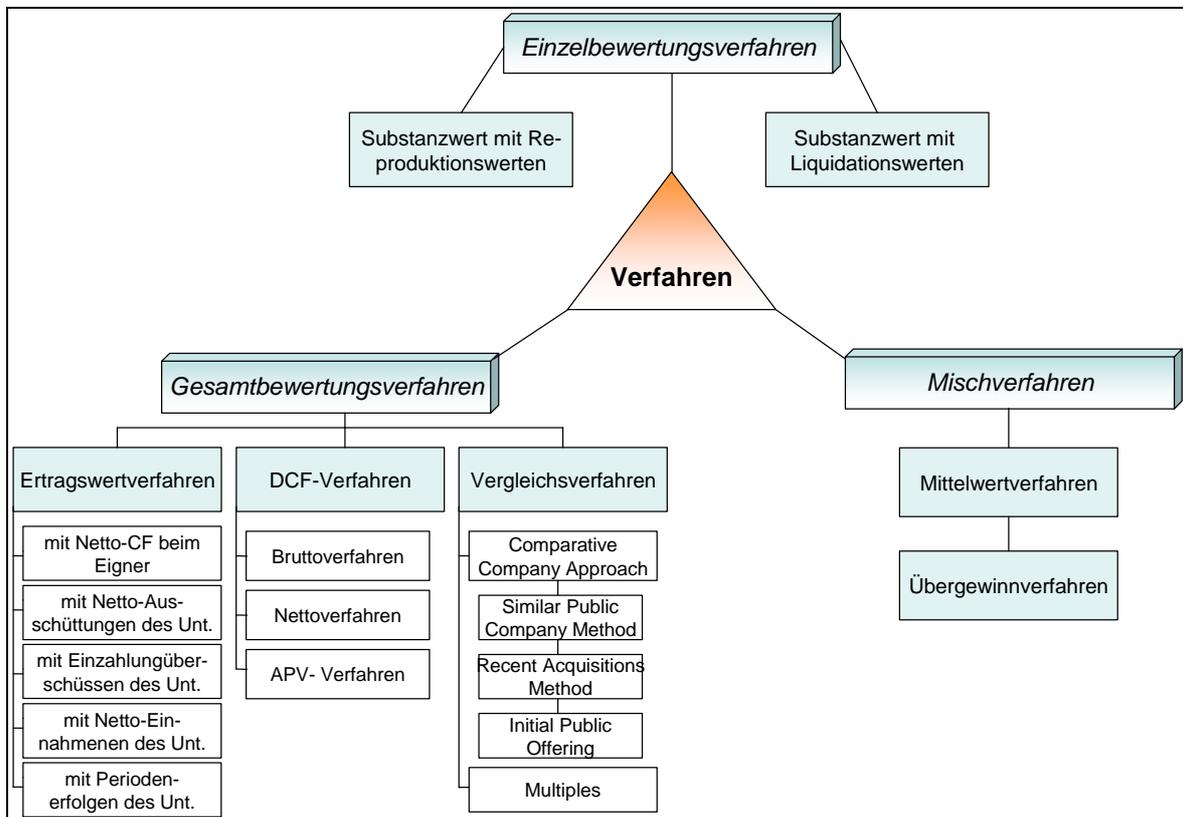
Der Unternehmensbewertung könnten in diesem Falle also zwei Aufgaben zukommen: Zum einen die Festlegung eines Grenzpreises, bei dem sich die Transaktion gerade noch lohnt und zum anderen die Bestimmung des Wertes, der die minimale und maximale Vorstellung des Kontrahenten möglichst genau abbildet.

Das Institut der deutschen Wirtschaftsprüfer hat in seinem Standard IDW S1 für Gutachten zum Unternehmenswert Leitlinien, die Grundsätze einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung (IDW 2000: 8ff), niedergelegt, deren Anwendung für Wirtschaftsprüfer obligatorisch ist. Für Bewerter außerhalb dieses Personenkreises ergibt sich keine Verpflichtung zu deren Einsatz, sie können aber wichtige Hinweise und Anhaltspunkte darstellen.

3.2. Methoden der Unternehmensbewertung

3.2.1. Bewertungsmethoden für einen Unternehmenskauf

Abbildung 5: Überblick der gängigen Bewertungsverfahren



Quelle: In Anlehnung an Peemöller (2002: 51).

Die für eine Bewertung zur Verfügung stehenden Mittel sind, wie in obiger Grafik ersichtlich, äußerst zahlreich. Der Einsatz der unterschiedlich ausgeprägten Verfahren hängt stark von dem jeweiligen Bewertungszweck ab, welcher wieder Interdependenzen zu dem Bewertungsanlass aufweist. Bei den Bewertungsanlässen wird zwischen Anlässen mit (z. B. Verkauf, Erbe, Gesellschafterwechsel) und ohne (z. B. Shareholder-Value, Steuerbemessung, Kreditwürdigkeitsprüfung, wertorientiertes Controlling) Eigentumswechsel unterschieden. Anlässe mit Eigentumswechsel sind weiter differenziert in dominierte und nicht dominierte Bewertungsanlässe.

Bei dominierten Bewertungsanlässen unterliegt es nur dem Willen einer Partei, ob eine Veränderung in den Eigentumsverhältnissen stattfindet, bei den nicht dominierten Bewertungsanlässen unterliegt es im Anschluss an die Bewertung dem Willen aller Parteien, ob sie eine Veränderung der Eigentumsverhältnisse wünschen (vgl. Behringer 2002: 31).

Bewertungszwecke können insbesondere die Ermittlung von:

- Entscheidungswerten,
 - Marktwerten,
 - Schiedswerten,
 - Argumentationswerten und
 - potenziellen Marktpreisen
- sein (vgl. Peemöller 2002: 50).

Einen Entscheidungswert stellt für einen potenziellen Käufer die Preisobergrenze dar, der Marktwert spiegelt den Wert eines Unternehmens wider, den das Unternehmen aus Sicht des Kapitalmarktes hat und bei der Ermittlung von Schiedswerten soll der Gutachter so ermitteln, dass ein Kompromiss zwischen zwei unterschiedlichen Wertvorstellungen gefunden werden kann. Soll bestimmt werden, welcher Preis an einem bestimmten Markt für das Unternehmen erzielbar ist, muss der potenzielle Marktpreis ermittelt werden. Argumentationswerte liefern schließlich Argumente für eine Preisverhandlung.

Grundsätzlich gibt es drei Gruppen von Bewertungsverfahren. Die Gesamtbewertungsverfahren betrachten das ganze Unternehmen als Einheit und legen den Gesamtertrag zugrunde, der aus der wirtschaftlichen Tätigkeit resultiert. Mischverfahren beinhalten sowohl Einzel- als auch Gesamtwert. Einzelbewertungsverfahren betrachten die Summe der einzelnen Wirtschaftsgüter des Unternehmens. Alle Verfahren, ausgenommen die Substanzwertermittlung mit Liquidationswerten, gehen von einem Going-concern-Ansatz, also einer Weiterführungsprognose, aus.

3.2.2. Allgemeine Erläuterungen zu einzelnen Methoden

Heutzutage dominieren beim Kauf im Wesentlichen zwei Methoden die Unternehmensbewertung: die Ertragswertmethode und die Discounted Cashflow-(DCF)-Methode.

Die Ertragswertmethode ist das klassische kontinentaleuropäische Instrument zur Bewertung von Unternehmen. Sie basiert auf den ex-post Daten aus der Bilanz und GuV und ist das bis dato am weitesten verbreitete Verfahren in Deutschland.

Durch die Zunahme der Kapitalmarktorientierung (vgl. Börsig/Coenenberg 2003: 30) kamen in Deutschland langsam auch Methoden aus dem anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum zur Anwendung. In hohem Maße verbreitet ist mittlerweile die DCF-Methode, die sich an künftigen Zahlungsströmen orientiert. Mit dem IDW S 1 Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ wurde nunmehr die DCF-Methode auch vom Institut der deutschen Wirtschaftsprüfer zu einem Verfahren erhoben, das der Ertragswertmethode gleichwertig gegenübersteht.

Vergleichsverfahren, die den Wert eines Unternehmens aus Börsenkurswerten oder realisierten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen gewinnen, konnten sich in Deutschland, abgesehen von den Multiplikatormethoden,

kaum durchsetzen. Dies liegt vor allem daran, dass die Informationsgrundlagen, wie offen gelegte vergleichbare Unternehmenstransaktionen, kaum vorhanden sind. In den USA gibt es dafür Datenbanken, die einen Überblick über Transaktionen bieten und dem Anwender Daten zugänglich machen (vgl. Peemöller 2002: 73). Außer bei sehr großen M&A-Deals sind Informationen über Unternehmenstransaktionen hierzulande nahezu unmöglich zu bekommen.

Mischverfahren, teilweise auch Praktikerverfahren genannt, versuchen in Kombination zwischen Substanz- und Ertragswerten einen Unternehmenswert zu generieren. Sie werden trotz gravierender Schwächen insbesondere bei KMU noch häufig eingesetzt. Beim Mittelwertverfahren wird das arithmetische Mittel zwischen Ertragswert und Substanzwert gebildet, im einfachsten Fall also die Werte addiert und durch zwei geteilt.

Teilweise arbeiten die Anwender auch mit anderen Gewichtungen der Ertrags- oder Substanzwertkomponenten. Ist es schon schwierig und aufwändig, den Ertragswert- und den Substanzwert zu ermitteln, handelt es sich bei den Gewichtungen um reine Annahmen, die sich nur selten fundiert begründen lassen.

Beim Übergewinnverfahren wird davon ausgegangen, dass mit einem Unternehmen grundsätzlich eine Normalverzinsung des eingesetzten Kapitals erwirtschaftet werden kann (vgl. Wöhe 2000: 682). Darüber hinausgehende Erträge, die Übergewinne, resultierend aus einer Monopolstellung, Image oder guter Konjunktur, werden nur in einem bestimmten Nachhaltigkeitszeitraum erwirtschaftet. Sie berechnen sich aus dem Periodenerfolg während des Nachhaltigkeitszeitraumes abzüglich des Normalertrages. Der Unternehmenswert ergibt sich hier aus dem Substanzwert zuzüglich des Barwertes der Übergewinne. Der Normalertrag ist das Ergebnis aus dem Substanzwert multipliziert mit einem Kalkulationszinsfuß. Das Problem dieses Verfahrens ist, dass die Annahme getroffen werden muss, der Gewinn entspreche langfristig der Verzinsung des Substanzwertes. Hierbei bleibt allerdings fraglich, wie hoch eine angemessene Verzinsung ist (vgl. Peemöller 2002: 82f).

Die klassischen Substanzwertverfahren haben ihre Bedeutung fast vollständig eingebüßt und werden an sich nur noch benutzt, wenn im Falle einer Liquidation der Veräußerungswert des Anlagevermögens ermittelt werden soll. Diese Entwicklung resultiert aus der Erkenntnis, dass Maschinen und Anlagen für einen Käufer nichts mehr wert sind, wenn dieser mit ihnen keine Rendite mehr erwirtschaften kann, sei es aus einem technologischen Rückstand oder wegen der Aufgabe des bisherigen Geschäftsfeldes. Teilweise kommt ihnen indes allerdings eine Bedeutung als Kontrollgröße zu, mit deren Hilfe das Ergebnis des Ertragswertverfahrens überprüft werden kann.

Mitunter kann es auch dazu dienen, zukünftige Aufwendungen, die im Zusammenhang mit dem Anlagevermögen anfallen, zu prognostizieren. In die-

sem Zusammenhang kommen Investitions-, Instandhaltungs-, Zinsaufwendungen und teilweise auch Aufwendungen für Abschreibungen in Betracht. Auf der Grundlage des Anlagevermögens können auch Schätzungen bezüglich der künftigen Kreditfähigkeit beruhen (vgl. Pelka/Niemann 2002: 1796f).

In Deutschland haben sich für die Unternehmensbewertung bei nicht dominierten Anlässen drei Methoden etabliert. Dies sind die Ertragswertmethode, die DCF-Methode und die Multiplikatormethode in den jeweils verschiedenen Ausprägungen. Daher sollen diese nachfolgend einer näheren Betrachtung unterzogen werden.

Vorab sei aber ausdrücklich darauf hingewiesen, dass bei keinem der Verfahren ein zukünftiger Veräußerungserlös Berücksichtigung findet. In der Literatur ist dies ein häufig erörtertes Thema. Die Faktenlage gegen eine Berücksichtigung ist allerdings erdrückend und daher erscheint es nicht sinnvoll, einen zukünftigen Erlös zu den abgezinsten Größen hinzuzurechnen.³

3.2.3. Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode stellt die wahrscheinlich bedeutendste Methode zur Ermittlung eines Unternehmenswertes im deutschsprachigen Wirtschaftsraum dar. Der Unternehmenswert wird ermittelt, indem der Wert aller zukünftigen Ausschüttungen, also die erwarteten Zukunftserträge, auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst wird, um so deren Gegenwartswert zu erfahren. Im einfachsten Fall kann der Zukunftserfolgswert auf Grundlage des Modells der ewigen Rente als

$$EW = \frac{E}{i} \quad (EW = \text{Zukunftserfolgswert}; E = \text{Ertrag}; i = \text{Kapitalisierungszinsfuß})$$

ermittelt werden (vgl. Behringer 2002: 74ff). Dabei müsste allerdings davon ausgegangen werden, dass die zu erwartenden Erträge stets in gleicher Höhe über einen unendlichen Zeitraum anfallen und kein nicht betriebsnotweniges Vermögen vorhanden ist. Dies ist in der Praxis kaum der Fall, was dazu führt, dass komplexere Modelle verwendet werden. Theoretische Grundlage des Ertragswertverfahrens ist die Kapitalwertmethode der Investitionsrechnung. Die zu erwartenden Erträge werden in Relation zu dem Kalkulationszinsfuß gesetzt, der für die Herstellung der Vergleichbarkeit um bestimmte Zu- und Abschläge erweitert wird.

3.2.3.1. Erträge

Für die Ermittlung der zukünftigen Auszahlungen können unterschiedliche

³ Vgl. Wöhe (2000: 672). Dagegen spricht, dass der Verkaufswert für die Zukunft nicht einmal annähernd bestimmt werden kann, er durch die Abzinsung nur relativ schwach ins Gewicht fällt und von dem Käufer zumeist ohnehin nicht geplant ist.

Ertragsbegriffe zugrunde gelegt werden, die sich teilweise deutlich in ihrem Vereinfachungsgrad voneinander unterscheiden. So gibt es:

- Netto Cash-flows beim (potenziellen) Eigner,
- Netto-Ausschüttungen aus dem Unternehmen,
- Einzahlungsüberschüsse des Unternehmens,
- Netto-Einnahmen des Unternehmens sowie
- Periodenerfolge des Unternehmens.

Von allen genannten Begriffen stellt der Netto-Cash-flow beim Eigner die beste Wahl für eine Bewertung dar, da dieser die wenigsten Vereinfachungen enthält und somit das genaueste Ergebnis erzielt werden kann (vgl. Peemöller 2002: 53ff). Erfasst werden nicht nur Zahlungsströme zwischen Unternehmen und Eigner, sondern auch Zahlungen zwischen Unternehmen und Dritten, wie persönliche Steuern des Eigners, Tilgung bestehender Verbindlichkeiten oder echte Synergieeffekte. Voraussetzung ist allerdings eine umfangreiche und detaillierte Planung.

Für die Ermittlung der künftigen Erträge haben sich im Wesentlichen zwei Methoden herausgebildet: Die analytische Methode und die Pauschalwertmethode (vgl. Pelka/Niemann 2002: 1800ff).

Ausgangspunkt der analytischen Methode sind die bereinigten Vergangenheitsergebnisse des zu bewertenden Unternehmens in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren. Zusätzliche weiche Faktoren kommen zumeist aus den Bereichen rechtliche Verhältnisse, Unternehmensstruktur (Unternehmensführung mit personeller und sachlicher Komponente, Plausibilität des Businessplans z. B. als SWOT-Analyse) sowie Unternehmensumwelt (Markt und Konkurrenz). Sie ergänzen und erweitern die rein wirtschaftliche Betrachtung. Die aussagekräftigsten Größen aus finanztechnischer Sicht sind Umsatz, Kosten und Gewinn.

Beim Umsatz werden nur betriebliche Umsätze analysiert, die nach Produktgruppen, Kunden und Absatzmärkten untergliedert und dann in Relation zur Marktentwicklung gesetzt werden können. Im Hinblick auf die Kosten sollte eine Unterteilung nach Kostenarten und Kostenträgern erfolgen. Ähnlich strukturierte Unternehmen können in punkto Kostenentwicklung als Benchmarks herangezogen werden. Der Gewinn ist auf seine Entstehung hin zu analysieren. Unterteilt werden kann hier nach Kunden, Märkten und Produkten. Eine sinnvolle Benchmark bietet die Gesamtkapitalrentabilität vergleichbarer Unternehmen (vgl. Peemöller 2002: 222).

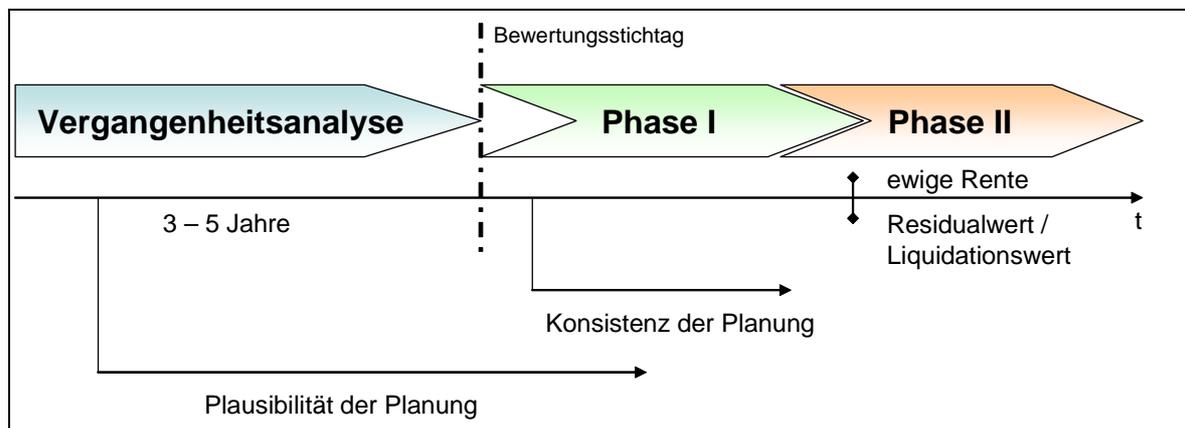
Eine Bereinigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse erfolgt in den Bereichen:

- handelsrechtliche Abweichungen vom Entstehungsprinzip der Erfolge (z. B. periodengerechte Ergebniszuordnung bei den Vorräten),
- aufwands- und ertragsmäßige Auswirkungen langfristiger Investitionen (z. B. Restrukturierungsaufwand, FuE-Kosten, AfA),

- Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte (z. B. Rücklagenbildung oder deren Auflösung, Verbrauchsfolgenbewertungsverfahren),
- nicht erfasste sowie externe Faktoren (z. B. Unternehmerlohn, personenbezogene Ergebniseinflüsse),
- Einflüsse der Bewertungstechnik (Aufwendungen und Erträge nicht betriebsnotwendiger Vermögenspositionen) (vgl. Peemöller 2002: 223).

Mit Hilfe der gewonnenen Erkenntnisse muss nun die Ergebnisprognose erfolgen. Die Umsätze werden aufgrund einer Mengenplanung, aufgeschlüsselt auf Produkte oder Produktgruppen, sowie einer Preisplanung ermittelt. Die Aufwandspositionen beinhalten neben anderen die zentralen Kriterien Zinsaufwendungen, Personalkosten und Abschreibungen. Für die Prognose wird sich häufig des Phasenmodells bedient.

Abbildung 6: Planung anhand eines Phasenmodells



Quelle: In Anlehnung an Peemöller (2002: 228).

In der ersten Phase werden die Zukunftserträge mittels konkreter und detaillierter Planungsrechnungen ermittelt. Diese Phase reicht über drei bis fünf Jahre. Demgegenüber wird in der zweiten Phase entweder das letzte Ergebnis aus dem ersten Planungshorizont fortgeschrieben oder mittels langfristiger Trends leicht modifiziert. Die Zunahme der Unsicherheit in den späteren Zahlungsräumen verliert durch die Abzinsung an Bedeutung, da die Ergebnisse mit fortschreitender Zeit immer weniger gewichtig sind.

Kann man mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass sich die vergangenen Ergebnisse auch zukünftig nicht oder nur unwesentlich ändern, könnte auch die pauschale Methode zur Anwendung kommen. Dabei wird aus den Ergebnissen der letzten drei Jahre ein Durchschnitt gebildet und dann für die Zukunft fortgeschrieben. Denkbar sind auch unterschiedliche Gewichtungen, z. B. letztes Ergebnis dreifach, vorletztes zweifach und erstes einfach. Das Ergebnis dieser Methode ist relativ vage, kann aber als Kontrollgröße herangezogen werden. Die Vergangenheitsergebnisse sollten allerdings auch hier

um einmalige Sondereinflüsse und steuerlich motivierte, verfälschende Maßnahmen bereinigt werden.

3.2.3.2. Kapitalisierungszinssatz

Da Renditen und Kaufpreise vergleichbarer Unternehmen oftmals nicht bekannt sind, muss alternativ zur Herstellung der Vergleichbarkeit ein Kapitalisierungszinssatz ermittelt werden. Dazu wird in der Bewertungspraxis der Zinssatz festverzinslicher Wertpapiere mit langer Laufzeit herangezogen und durch Modifikationen mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar gemacht. Es wird empfohlen nur Papiere mit einer Mindestrestlaufzeit von zehn Jahren zu betrachten und nicht den Tageskurs zum Bewertungsstichtag zu wählen, sondern ein gewogenes arithmetisches Mittel über einen bestimmten Zeitraum davor (vgl. Felden/Klaus 2003: 111f). Dieser Zinssatz wird um einen Risikozuschlag erweitert. Um einen subjektiven Wert zu erhalten, kommt man nicht umhin, den potenziellen Käufer auf seine Risikoaversion hin zu befragen und das dem Unternehmen inhärente Risiko abzuschätzen.

Fragen können hier sein:

- In welcher Branche ist das Unternehmen tätig, welchen Marktanteil hat es und wie ist das Konkurrenzverhalten?
- Wie stark ist die Finanzkraft des Unternehmens, ist es diversifiziert und breit aufgestellt?
- Wie sind die Lebenszyklen der Produkte, welcher Innovations- und Investitionsdruck herrscht?
- Wie stark ist die Kunden- / Lieferantenabhängigkeit?

Grundsätzlich gibt es keine festen Anhaltspunkte für die Ermittlung der Risikozuschläge. Hinweise können empirische Erhebungen der Schmalenbach-Gesellschaft liefern, die Marktrisikoprämien von 5-6 % (vgl. Peemöller 2002: 237) vorschlägt. In der Rechtsprechung werden selten höhere Risikozuschläge als 2 % akzeptiert. Zuzüglich zum Basiszins und Risikozuschlag sind die Ertragssteuern beim potenziellen Käufer zu berücksichtigen. Für einen objektiven Unternehmenswert ist von einem typisierten Steuersatz i. H. v. 35 % auszugehen (vgl. Behringer 2002: 86; Peemöller 2002: 238). Alternativ sollte auch der persönliche Steuersatz des Käufers für die Ermittlung genutzt werden. Da die Investition mit einer Alternativanlage am Kapitalmarkt verglichen wird, die sich zumeist im Privatportfolio des Käufers befände, kann die Gewerbesteuer vernachlässigt werden. Von 17,5 %⁴ ist nach dem Halbeinkünfteverfahren auszugehen, wenn nicht mit einem festverzinslichen Wertpapier verglichen wird, sondern alternativ der risikoangepasste Basiszins als Unter-

⁴ Formal wird die Hälfte der Erträge zugrunde gelegt, möglich ist aber auch das Rechnen mit 17,5%. Dies ändert am Ergebnis nichts.

nehmensrendite zu Grunde gelegt wird, der sich anbietet, wenn der Risikozuschlag vom Kapitalmarkt abgeleitet wird, wie es bei dem CAPM⁵ der Fall ist (vgl. Pelka/Niemann 2002: 1804).

Für die erste Phase muss kein Wachstumsabschlag vorgenommen werden, da die Inflation in den Planungsrechnungen bereits enthalten ist. Der nominale Zinssatz ist anwendbar. Wird für die zweite Phase der Wert des letzten Planjahres fortgeschrieben, sollte ein inflationsangepasster Zinssatz verwendet werden. Verfügt das Unternehmen über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, muss die Bewertung um dessen Wert ergänzt werden, da vorher nur betriebsnotwendiges Vermögen betrachtet wurde. Dabei sind Liquidationswerte anzusetzen.

3.2.4. DCF-Methode

Auch bei der DCF-Methode geht es darum, den Gegenwartswert zukünftiger Kapitalflüsse aus dem Unternehmen zu einem bestimmten Bewertungsstichtag zu ermitteln. Die Verfahren der DCF-Methode stammen aus der anglo-amerikanischen Bewertungspraxis und sind mittlerweile auch durch das IdW anerkannt. Grundsätzlich geht es um die Ermittlung des Marktwertes des Eigenkapitals, worin sich der Shareholder-Value-Ansatz widerspiegelt. Die wichtigsten Verfahren der DCF-Methode sind:

- Bruttoverfahren (Entity-approach)
 - WACC⁶-Verfahren
 - mit Free Cash-flows (FCF)
 - mit Total Cash-flows (TCF)
 - APV⁷-Verfahren
- Nettoverfahren (Equity-approach)

Am weitesten verbreitet ist das WACC-Verfahren auf Basis von FCF. Dieses eignet sich vor allem für die Bewertung von Unternehmen, die künftig über eine relativ konstante Kapitalstruktur verfügen und aufgrund ausreichender Gewinne die Fremdkapitalkosten vollumfänglich steuerlich geltend machen können. Das APV-Verfahren erweist sich dann als vorteilhaft, wenn von Änderungen in der Kapitalstruktur auszugehen ist, setzt allerdings die problematische Annahme voraus, dass die Rendite der Eigenkapitalgeber für die Fiktion eines unverschuldeten Unternehmens bestimmt werden kann. Ermittelt wird hier der „Marktwert des unverschuldeten Unternehmens“ (Peemöller 2002: 69) aus den FCF diskontiert mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber zuzüglich des Wertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Im Unterschied zu den Bruttoverfahren ermittelt das Nettoverfahren den

⁵ Vgl. dazu Kapitel 3.2.4.2. Kapitalisierungszinsfuß.

⁶ Weighted Average Cost of Capital.

⁷ Adjusted Present Value.

Unternehmenswert, indem nur Nettoausschüttungen an die Eigenkapitalgeber mittels eines risikoangepassten Kapitalisierungszinsfußes diskontiert werden. Dieses Verfahren ähnelt der Ertragswertmethode, statt Erfolgsgrößen werden jedoch nur Zahlungsgrößen berücksichtigt. Das Risiko wird zudem methodisch anders im Zinsfuß erfasst (vgl. Pelka/ Niemann 2002: 1808).

Gerade bei KMU sind große Veränderungen in der Kapitalstruktur häufig nicht anzutreffen und die wenigsten Käufer, die später auch als geschäftsführende Gesellschafter auftreten, sind bereit, defizitäre Unternehmen zu erwerben. Somit beziehen sich die nachfolgenden Betrachtungen im Wesentlichen auf das WACC-Verfahren.

3.2.4.1. Free Cash-flow

Der FCF ist ein modifizierter Cash-flow. Am einfachsten kann dieser ermittelt werden, indem zum Jahresüberschuss/-fehlbetrag alle betrieblich veranlassten zahlungsunwirksamen Aufwendungen (z. B. Aufwendung für Abschreibungen), Zinszahlungen und Veränderungen des Working Capital (kurzfristiges Umlaufvermögen ./ kurzfristige Verbindlichkeiten (vgl. Vollmuth 2002: 63)) hinzugerechnet und alle betrieblichen zahlungsunwirksamen Erträge sowie Investitionsausgaben für Anlagevermögen abgezogen werden (vgl. Pelka/Niemann 2002 1809). Damit handelt es sich faktisch um den potenziell zur Verfügung stehenden Zahlungsüberschuss.

Aus einer Analyse der Vergangenheitswerte werden anschließend die zukünftigen Cash-flows prognostiziert. Dies geschieht ebenfalls, wie bei der Ertragswertmethode, in zwei Phasen. In der ersten Phase sollte die nominelle Planung der Cash-flows bis zu einem Horizont von drei Jahren vorgenommen werden, in der zweiten Phase erfolgt entweder die Fortschreibung des letzten Jahreswertes, eines Durchschnittswertes oder eines der beiden Werte, angepasst um ein moderates Wachstum von bis zu maximal 2,5 % (vgl. Keller/Hohmann 2004: 57).

Bei KMU ist die sinnvolle Aufbereitung der Finanzdaten problematisch. Hier muss beachtet werden, dass die Rechnungslegung häufig in hohem Maße steuerlich motiviert ist und oft eine enge Verbindung zwischen Privat- und Betriebsvermögen herrscht.

3.2.4.2. Kapitalisierungszinsfuß

Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes müssen verschiedene Elemente bestimmt und zu einer Kennzahl aggregiert werden. Dazu gehören der Basiszinssatz, das Risiko, Steuern sowie Inflation und Wachstum.

Zur Ermittlung des Basiszinssatzes wird wiederum auf weitgehend risikofreie Wertpapiere mit langer Restlaufzeit zurückgegriffen.

Bei der Berechnung des Risikos bezüglich der Unsicherheit künftiger Cash-

flows wird häufig das Capital Asset Pricing Model (CAPM) genutzt. Es spiegelt im Gegensatz zu der Sicherheitsäquivalenzmethode die Zuschlagsmethode wieder, da zu dem Basiszinssatz Komponenten hinzugerechnet werden. Dieses Modell wurde speziell für die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt für risikobehaftete Kapitalanlagen entwickelt. Hintergrund dieses Modells ist, dass das Gesamtrisiko eines Wertpapiers in eine systematische und eine unsystematische Risikokomponente aufgeteilt wird. Das unsystematische Risiko ist das inhärente Risiko einer bestimmten Anlage, welches auf Faktoren wie Wettbewerbsnachteile, Innovationsrisiken oder Managementfehler zurückgeht.

Da ein Anleger dieses Risiko durch Diversifikation seines Portfolios vermeiden kann, wird unterstellt, dass der Markt dieses nicht vergütet. Es ist daher durch das CAPM nicht erfasst. Vergütet werden kann lediglich das Marktrisiko, also die systematische Komponente, welches nicht durch Diversifikation abgedeckt werden kann. Somit beeinflusst nur die systematische Komponente das Risiko des Eigenkapitalgebers. Das Marktrisiko hängt von Faktoren wie Zinsniveau, konjunkturellen und steuerlichen Entwicklungen, wirtschaftlichen Rahmenplänen der öffentlichen Hand und einigen anderen mehr ab. Folglich muss eine Risikoprämie eingepreist werden, indem sie zu dem risikofreien Zinssatz hinzugerechnet wird.

Diese ergibt sich aus der Multiplikation eines Beta-Faktors mit der Differenz aus der Rendite des Marktportfolios (z. B. Benchmark DAX) und risikofreiem Zins. Für Deutschland schlägt die Schmalenbach-Gesellschaft eine Marktrisikoprämie von 5,3 % p. a. vor (Peemöller 2002: 66).

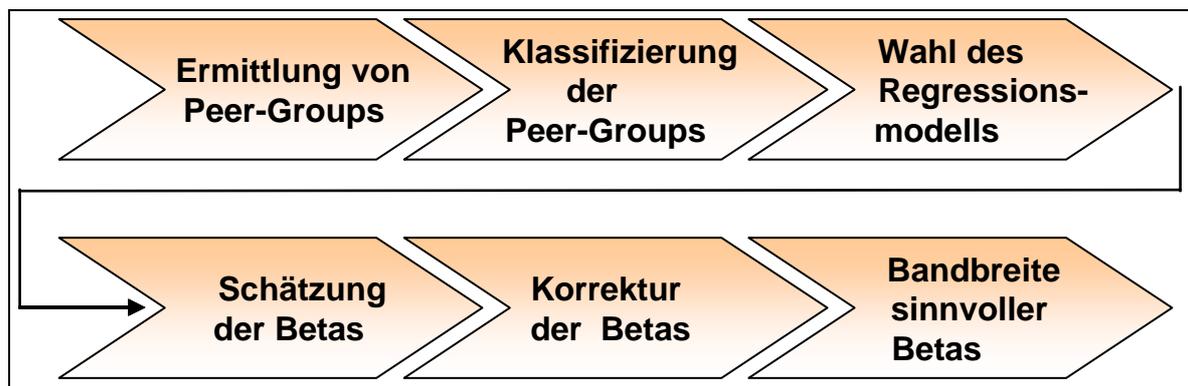
Das Anlagerisiko wird durch den Beta-Faktor gemessen. Liegt der Faktor

- über 1, ist die Renditeschwankung der Anlage größer als die der Marktportfoliorendite,
- genau bei 1, ist die Renditebewegung der Anlage kongruent zum Markt und
- unter 1, ist die Schwankung der Anlagenrendite kleiner als die der Marktportfoliorendite.

Je stärker die Schwankung ausgeprägt ist, desto höher liegt die Renditeforderung des Anlegers.

Die Ermittlung dieses Faktors ist die größte Unsicherheit des Verfahrens. Objektive Beta-Faktoren existieren in Deutschland derzeit nur für die 30 am DAX notierten Unternehmen. Daher müssen aufgrund fehlender Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen eigene Beta-Faktoren entwickelt werden, die ein möglichst wahrheitsgetreues Bild der Anlage widerspiegeln.

Abbildung 7: Möglicher Ablauf der Ermittlung von Beta-Faktoren für KMU



Quelle: In Anlehnung an Keller/Hohmann (2004: 55).

Zunächst wird eine Peer-Group, also ähnlich aufgestellte Unternehmen, ausgewählt. Die Ähnlichkeit sollte sich verhältnismäßig in den Bereichen Branche, Produkte, Kapitalstruktur, Größe, Ertragskraft und Marktposition ausdrücken. Dabei sollten möglichst nicht nur Unternehmen aus Deutschland, sondern wegen der zusammenwachsenden Märkte ähnlich aufgestellte Unternehmen aus dem gesamten europäischen Wirtschaftsraum betrachtet werden. Innerhalb der Gruppe kann anschließend eine Klassifizierung entsprechend der Abweichung von der Struktur des Zielunternehmens vorgenommen werden.

Hierfür bieten sich ABC-Klassifizierungen oder indexartige, prozentuale Gewichtungen an (vgl. Keller/Hohmann 2004: 56). Auf Basis eines Regressionsmodells können die Beta-Faktoren aus der Kursentwicklung im Vergleich zur Marktentwicklung abgeleitet werden.

Für die Betrachtung empfiehlt sich ein Zeitraum von zwei Jahren. Ergebnis ist ein durchschnittlicher Betafaktor, ermittelt aus den Unternehmen der Peer-Group oder einer Streuung von Beta-Faktoren. Zur Verbesserung der Vergleichbarkeit sollte ein Fungibilitätszuschlag auf den Beta-Faktor hinzuge-rechnet werden. So wird dem Umstand der nicht freien Liquidierbarkeit, also der nicht vorhandenen Börsennotierung der Zielunternehmens, Rechnung ge-tragen. Dieser Zuschlag liegt bei etwa 0,1 – 0,5 % (vgl. Keller/Hohmann 2004: 56).

3.2.4.3. Diskontierung

Die in der Planungsrechnung ermittelten FCF werden nun mittels des Diskontierungsfaktors abgezinst. Dabei können durchaus unterschiedlich hohe Diskontierungsfaktoren in den verschiedenen Phasen zur Anwendung kommen. Um die Bedeutung der hoch unsichereren ewigen Rente / Terminal Value zu mindern, kann hier, abweichend von dem Zwei-Stufen-Modell mit der Detailplanungs- und Prognosephase, auch ein dreistufiges Modell verwendet werden, welches sich aus

werden, welches sich aus

- Detailplanungsphase (bis 3 Jahre),
- Prognosephase (3-6 Jahre) und
- ewiger Rente mit moderatem Wachstum (>6 Jahre) zusammensetzt.

3.2.4.4. Zusammenfassung

Der Unternehmenswert nach der DCF-Methode im WACC-Ansatz ergibt sich somit aus der Summe der diskontierten FCF. Er bildet den Wert des Unternehmens als den Wert des Eigenkapitals ab.

3.2.5. Multiplikatormethode

Die Multiplikatormethode gehört methodisch zu den Vergleichsverfahren, da sie bestimmte Kennzahlen des Zielunternehmens in Relation zu denselben Kennzahlen eines oder mehrerer vergleichbarer Unternehmen setzt. Dazu wird die entsprechende Kennzahl mit einem branchenspezifischen Faktor multipliziert. Das Verfahren stammt, ebenso wie die DCF-Methode, aus dem anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum und wird dort sehr häufig zur Unternehmensbewertung eingesetzt. Sie wird dort zu den Verfahren des „market approach“ gezählt, da sie sehr stark marktorientiert ausgelegt ist. Dieses Verfahren dient damit weniger der Ermittlung von Entscheidungswerten, als der Ermittlung potenzieller Marktpreise (vgl. Peemöller 2002: 73).

Die Multiplikatormethode ist ein Ansatz zur vereinfachten Wertfindung, die in Deutschland zwar stark diskutiert ist, gelegentlich aber für die Bewertung von kleinen Unternehmen und Freiberuflern eingesetzt wird. Als Vergleichsgrößen kommen im Wesentlichen Umsatz-, Gewinn- und Cash-flow-Multiplikatoren in Betracht.

Grundsätzlich gibt es das Multiplikatorverfahren in drei unterschiedlichen Ausprägungsformen:

- „Faustregeln“ für die Bewertung von Kleinunternehmen,
- Multiples vergleichbarer, börsennotierter Gesellschaften und
- Multiples auf Basis vergangener Unternehmenstransaktionen (vgl. Peemöller 2002: 403).

Das Verfahren der Faustregeln wird in Deutschland bereits regelmäßig genutzt, während die beiden letztgenannten Verfahren weitaus weniger verbreitet sind. Das Problem liegt hier im Wesentlichen in der nicht vorhandenen Datenbasis. Während beispielsweise in den Vereinigten Staaten umfangreiche Datenbanken von Vergleichsunternehmen aufgrund einer höheren Anzahl von Listings und Unternehmenstransaktionen veröffentlicht werden, fehlen in Deutschland diese Referenzdaten noch fast völlig. Eine Bedeutungszunahme innerhalb der letzten Jahre ist allerdings unstrittig, was auf eine Erhöhung der

Listings und der Markttransparenz zurückzuführen ist.

Eine Bewertung mittels des Multiplikatorverfahrens auf Basis von Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Gesellschaften kann in vier Schritten ablaufen:

- Analyse der Unternehmensdaten,
- Auswahl der Peer-Group und passender Multiplikatoren,
- Multiplikatorberechnung,
- Wertermittlung (vgl. Peemöller 2002: 409).

Auf dem Wege der Analyse des Unternehmens verschafft sich der Bewerter einen Überblick über die wichtigsten Kenndaten des Unternehmens. Hierzu gehören die externen Faktoren wie Einordnung in die Branche, eine Analyse des Marktes sowie der Wettbewerbsstruktur als auch interne Faktoren wie Umsatzentwicklung, Kapitalstruktur und die künftige Margenentwicklung. Alsdann muss eine Bereinigung der Finanzdaten erfolgen, da bei der Bewertung mittels Multiplikatoren nur normalisierte Ergebnisse verwendet werden dürfen. Einmalige und außergewöhnliche Zahlungen sowie Sondereinflüsse müssen korrigiert werden.

Anschließend erfolgt die Auswahl ähnlicher Unternehmen. Vorrangig sollte darauf geachtet werden, dass Unternehmen aus einer möglichst homogenen Branche bedacht werden, da hier davon ausgegangen werden kann, dass Marktbedingungen, Produktlebenszyklen etc. ähnlich geartet sind. Zudem ist eine einheitliche Unternehmensgröße innerhalb der Peer-Group wünschenswert, da somit von ähnlichen Organisationsformen und Kostenstrukturen ausgegangen werden kann.

Je nach Peer-Group können

- Equity-Value-Multiplikatoren oder
 - Enterprise-Value-Multiplikatoren
- ausgewählt werden (vgl. Peemöller 2002: 409).

Der am häufigsten verwendete Equity-Value-Multiplikator ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Grundsätzlich gehen diese Multiplikatoren von dem Marktwert des Eigenkapitals als Referenzgröße aus. Problem dieser Multiplikatorgruppe ist, dass sie den Umstand unberücksichtigt lassen, dass Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad höhere Fremdkapitalkosten verursachen.

Werden also Gesellschaften mit unterschiedlichem Verschuldungsgrad untereinander verglichen, zeigen sich falsche Ergebnisse.

Dieses Problem versuchen die Enterprise-Value-Multiplikatoren zu umgehen, indem zum Marktwert des Eigenkapitals die Finanzverbindlichkeiten exklusive liquider Mittel hinzugerechnet werden. Es wird damit fingiert, dass es sich um ein unverschuldetes Unternehmen handelt. Oft wird ein Multiplikator

auf EBIT-Basis (Earnings before interest and taxes) verwendet.⁸

Daraufhin müssen die Multiplikatoren berechnet werden. Dies kann auf Basis bereinigter Vergangenheitsdaten wie Jahresabschlüssen erfolgen, möglich ist aber auch die Verwendung von Plandaten. Der Marktwert des Eigenkapitals, also die derzeitige Marktkapitalisierung des Unternehmens, wird durch die Bezugsgröße geteilt. Dies wird für jedes Unternehmen der Peer-Group wiederholt, bis eine geeignete Menge Multiples vorhanden ist. Starke Abweichungen bei einzelnen Multiplikatoren müssen sorgfältig untersucht werden, um den Grund für die Schwankung zu ermitteln. Das Ergebnis dieser Untersuchung soll eine Entscheidung darüber sein, ob der Multiplikator relevant ist oder für die Bewertung nicht verwendet wird. Es kann nun ein Durchschnittswert abgeleitet werden.

Nachfolgend kann der Wert ermittelt werden, indem der Multiplikator mit der Kennziffer multipliziert wird. Bei Equity-Value-Multiplikatoren muss beachtet werden, dass die Finanzverbindlichkeiten abgezogen werden müssen. Schließlich ist eine Interpretation der Ergebnisse notwendig, da sich bei Anwendung unterschiedlicher Multiplikatoren, was durchaus empfehlenswert ist, verschiedene Werte ergeben können.

Der mittels Umsatzmultiplikator ermittelte Wert ist dann weitaus höher, wenn Zielunternehmen und Peer-Group unterschiedliche Umsatzrenditen aufweisen. Ist die Umsatzrendite der Peer-Group höher, ergibt sich ein geringerer Wert bei dem EBIT-Multiplikator als bei dem Umsatzmultiplikator. Der mittels Umsatzmultiplikator ermittelte Wert kann somit nur dann in die Bewertung mit einfließen, wenn davon ausgegangen werden kann, dass sich die Rendite des Zielunternehmens an die der Peer-Group angleicht.

3.2.6. Vergleich und kritische Würdigung der Verfahren

Die im voranstehenden Text erläuterten Methoden zeichnen sich durch unterschiedliche Vor- und Nachteile aus, haben eigene methodische Stärken und Schwächen. Welches der Verfahren für eine bestimmte Bewertungssituation richtig oder falsch ist, muss abhängig vom Einzelfall entschieden werden. Nachfolgende Tabelle soll einen Überblick über wichtige Verfahrensmerkmale geben.

⁸ Für einen umfassenden Überblick über gebräuchliche Multiplikatoren vergleiche Peemöller (2002: 410f), auch Felden/Klaus (2003: 118).

Tabelle 1: Gegenüberstellung der Verfahren

	Ertragswertverfahren (Netto-Cash-flows bei Eigner)	DCF-Methode (WACC-Ansatz mit Free Cash-flows)	Multiplikatorverfahren (Enterprise-Value-Multiplikatoren)
Grundlage	Kapitalwertmethode	Kapitalwertmethode	Kapitalmarkt
Methodik	individueller Entscheidungsvergleich	Kapitalmarktorientierung	Kapitalmarktorientierung oder Erfahrungssätze
Konzeption	Barwert künftiger Erträge	Barwert künftiger Zahlungsströme	Schätzung potenzieller Marktpreise
Diskontierte Größe	Netto-Cash-flows beim Eigner	Free Cash-flows	-
Diskontierungssatz	individuelle Alternativrendite	gewogener Kapitalkostensatz aus Renditeforderungen aller Kapitalgeber	-
Risikoberücksichtigung	individuell	mittels kapitalmarkttheoretischer Modellen (häufig CAPM)	Multiplikatoren enthalten Markt- und Branchenrisiko
Steuerberücksichtigung	persönliche und unternehmensspezifische Steuern	häufig nur unternehmensspezifische Steuern	Kenngrößen enthalten häufig keine Steuern (z. B. EBIT oder Umsatz)
Formel (Bsp.)	$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{ER_T}{(1+r)^T} + V_{nb}$ (*)	$UW = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1+c_{WACC})^t} + \frac{ER_T}{(1+c_{WACC})^T} + V_{nb}$ (*)	$MW = U * m_U + V_{nb} + Vb_n$ (*)

Quelle: Eigene Darstellung.

Tabelle 1: Gegenüberstellung der Verfahren (Fortsetzung)

	Ertragswertverfahren (Netto-Cash-flows bei Eigner)	DCF-Methode (WACC-Ansatz mit Free Cash-flows)	Multiplikatorverfahren (Enterprise-Value-Multiplikatoren)
Hauptanwendungsgebiet	<ul style="list-style-type: none"> Ermittlung von Entscheidungswerten durch Alternativenvergleich 	<ul style="list-style-type: none"> Marktwertermittlung des Gesamtkapitals Marktwertermittlung des Eigenkapitals (Shareholder-Value) 	<ul style="list-style-type: none"> Plausibilitätsprüfung von Bewertung auf Ertragswert-/DCF-Basis Indikationsfunktion bei unzureichenden Plandaten Bewertung Freiberufler und Kleinbetriebe Ermittlung von Kontrollprämien (Aufpreis bei Übernahme einer begehrten Mehrheitsbeteiligung)

(*) Erläuterung der Formeln:

c^{WACC} = gewogener Kapitalkostensatz
 E = künftige Erträge
 ER = ewige Rente (Planungsphase II)
 m_U = Umsatzmultiplikator
 MW = Marktwert
 r = Kapitalisierungszinsfuß
 t = Zeitpunkt
 T = Zeitspanne
 U = Umsatz
 UW = Unternehmenswert
 V_{b_n} = Nettofinanzverbindlichkeiten
 V_{nb} = nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Quelle: Eigene Darstellung.

3.2.6.1. Vor- und Nachteile des Ertragswertverfahrens (Netto-Cash-flows bei Eigner)

Vorteile des Ertragswertverfahrens sind vor allem seine Zukunftsbezogenheit und die Möglichkeit subjektive Entscheidungswerte durch passende Kriterien zu ermitteln. Weiterhin wird mit diesem Verfahren der Grundsatz der Bewertungseinheit beibehalten, da das Unternehmen nicht als Summe seiner Einzelwerte sondern im Ganzen erfasst wird.

Die Nachteile des Verfahrens zeigen sich in den Punkten:

- Bestimmung der Überschüsse und hinsichtlich der
- Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes (vgl. Behringer 2002: 89ff).

Das Prognostizierungsproblem lässt sich nicht umgehen, da sich die Erträge seitens des Käufers niemals hinlänglich genau voraussagen lassen und stets auf bestimmten Annahmen und Schätzungen beruhen.

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes beruht auf der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes (vgl. Behringer 2002: 71ff). Diese Voraussetzung ist zwar einerseits unrealistisch, andererseits ist sie aber auch notwendig für die Durchführbarkeit des Bewertungsverfahrens. Andernfalls müssten mittels eines Totalmodells sämtliche Zusammenhänge zwischen Investitions- und Finanzierungsobjekten berücksichtigt werden, was sich als zu komplex erweisen würde (vgl. Behringer 2002: 91).

3.2.6.2. Vor- und Nachteile der DCF-Methode (WACC-Ansatz)

Die Discounted-Cash-Flow-Methode als der technisch aufwändigste Ansatz verarbeitet von allen Bewertungsverfahren die meisten Daten (vgl. Anderer 2005: 71). Sie bietet zum einen eine sehr gute Methodik zur Ermittlung von Argumentationswerten und basiert auf derselben Grundlage wie das Ertragswertverfahren: der Kapitalwertmethode.

Da es auf Marktdaten bzw. Renditeforderungen von Kapitalgebern zurückgreift, ergibt sich für den Bewerter aber ein objektivierteres Bild als bei einem durch das Ertragswertverfahren ermittelten Wert.

Auch bei diesem Verfahren lassen sich dieselben Probleme bezüglich der Prognostizierung des FCF anführen wie bei der Ermittlung der Erträge. Hinzu kommt die durchaus problematische Annahme einer konstanten Kapitalstruktur. Diese Annahme macht allerdings dann durchaus Sinn, wenn, wie bei einem KMU oftmals der Fall, nur geringe Änderungen in der Kapitalstruktur anzunehmen sind bzw. auf eine bestimmte Zielkapitalstruktur, so bei wertorientierter Finanzierungspolitik, hingearbeitet wird. Ergibt sich trotzdem eine Änderung der Kapitalstruktur, kann einem abweichenden Ergebnis durch eine periodenabhängige Ermittlung des gewogenen Kapitalkostensatzes entgegen gewirkt werden (vgl. Peemöller 2002: 366).

Nach wie vor ist dieses Verfahren ein stark diskutierter Ansatz. Während seine Befürworter anführen, dass es sich hierbei um das theoretisch korrekteste Verfahren handelt, kritisieren die Gegner, dass allein die hohe Menge an Einflussgrößen es ermöglicht, sich einen gewünschten Wert zu errechnen (vgl. Anderer 2005: 73).

3.2.6.3. Vor- und Nachteile des Multiplikatorverfahrens

Ein wesentlicher Vorteil der Multiplies ergibt sich aus der Einfachheit der Methode. Damit ist es möglich, auch mit vergleichsweise wenigen Daten vom Zielunternehmen einen Wert zu ermitteln. Auf Basis von Erfahrungswerten aus der Vergangenheit wurden bereits für viele Branchen, insbesondere bei den Freiberuflern, Multiplikatoren festgelegt, die unter Praktikern (eingeschränkte) Akzeptanz gefunden haben. So lassen sich schnell und mit vergleichsweise geringen Kosten Unternehmenswerte bestimmen. Der ermittelte Wert kann ebenso zur Plausibilisierung des durch ein Ertragswertverfahren oder via DCF-Methode ermittelten Wertes dienen. Somit kann der Bewerter einen Anhaltspunkt erhalten, wie das Gefälle des Unternehmenswertes zwischen Marktsicht und Unternehmenssicht ist, also das Verhältnis des subjektiven Wertes im Vergleich zum Marktwert. Zudem kann durch das Wissen um den ungefähren Marktpreis eine Verhandlungsposition besser durchgesetzt werden.

Der wesentlichste Nachteil, der ebenso ursächlich für den Vorteil der Methode ist, stellt sich in der großen Anzahl von Vereinfachungen dar. Der ermittelte Wert ist ein grober Anhaltspunkt. Eine weitere Schwäche liegt in der Methodik des Verfahrens, da es nicht den Wert im eigentlichen Sinne bestimmen kann, sondern man als Ergebnis einen Preis erhält. Die durch Erfahrungswerte festgelegten Multiplikatoren werden zudem häufig kritisiert, da es für sie keine wissenschaftlich fundierte Begründung gibt. Die Ermittlung von Multiplikatoren erweist sich insbesondere in Deutschland schon aufgrund der recht dünnen Datenbasis bezüglich der Peer-Groups als sehr schwierig und mit abnehmender Datenbasis als zunehmend fragwürdiger. Zudem können entstehende positive, aber auch negative Synergieeffekte keine Berücksichtigung finden. Durch die Ermittlung eines potenziellen Marktpreises können subjektive Entscheidungskriterien einbezogen werden. Probleme ergeben sich außerdem bei der verwendeten Datenbasis aufgrund bilanzpolitischer und steuerlicher Gestaltungsspielräume. Es sollte zwar eine Bereinigung der Werte vorgenommen werden, allerdings gestaltet sich dies für externe Dritte als relativ schwierig. Daher ist es wichtig, die Kennzahlen sorgfältig auszuwählen und zu überprüfen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das DCF-Verfahren wie auch das Ertragswertverfahren zur Unternehmensbewertung nahezu gleichwertig geeignet sind, da die aufgezeigten Stärken und Schwächen je nach Be-

wertungssituation und -anlass unterschiedlich zum Tragen kommen. Das Multiplikatorverfahren ist ebenfalls ein sehr viel versprechender Ansatz, von seinem exklusiven Einsatz ist jedoch abzuraten. Vor allem im Hinblick auf KMU weisen die Verfahren Defizite auf. Sie resultieren im Wesentlichen aus den hier zugrunde liegenden Verhältnissen, wie der Identität von Eigentum und Unternehmensführung und somit häufiger Verschmelzung von persönlichen und Unternehmenszielen (vgl. Keller/Hohmann 2004: 55).

3.3. Besonderheiten bei der Bewertung von KMU

Die Bewertung eines KMU stellt den Bewerter oftmals vor größere Probleme als die Bewertung großer Unternehmen. Sie sind häufig sehr unterschiedlich zu größeren Unternehmen aufgestellt und zeichnen sich durch flexible Strukturen, starke Eigentümerabhängigkeit, geringe Fungibilität der Anteile, eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten, geringe Organisationstiefe und hohe Spezialisierung oder auch eine schwache und unzureichende Datenbasis aus. Das Institut deutscher Wirtschaftsprüfer sieht im Wesentlichen vier Punkte als mögliche Problemfelder an:

- klare Abgrenzung des Bewertungsobjektes (Privatsphäre vom Unternehmen),
- Bestimmung des Unternehmerlohnes,
- Zuverlässigkeit der Datenbasis im Hinblick auf Richtigkeit, Vollständigkeit und steuer- und bilanzpolitische Optimierungsmaßnahmen sowie
- starke Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit (vgl. IDW 2000: 37ff).

Eine genaue Analyse des Unternehmens unter Berücksichtigung der genannten Problemfelder ist daher absolut unabdingbar. Der Käufer oder sein Bewerter sollten außerdem verstärkt darauf achten, inwieweit eine Optimierung der Struktur bereits vorgenommen wurde, oder ob hier noch versteckte, realisierbare Potenziale aber auch Gefahren „schlummern“. Dadurch lassen sich unter Umständen hohe Wertsteigerungen verwirklichen. Gefahren könnten sich daraus ergeben, dass der Verkäufer versucht, „seine Braut“ vor dem Verkauf hübsch zu machen, also den Gewinn künstlich durch zu geringen Unternehmerlohn oder Verschleppung von notwendigen Investitionsmaßnahmen in die Höhe drückt, um damit auch den möglichen Kaufpreis zu erhöhen.

Trotz aller Sorgfalt sind insbesondere bei KMU der Aussagefähigkeit eines Unternehmenswertes Grenzen gesetzt. Die Beurteilung einer künftigen Entwicklung ist stets mit Unsicherheiten behaftet. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf den Wechsel der Unternehmerpersönlichkeit bei stark abhängigen Unternehmen. Es ist auch von anderen Abhängigkeiten, wie von großen Kunden oder Lieferanten auszugehen.

Doch auch hier gibt es zu einer Bewertung keine Alternative, da sie die bis-

lang einzige Möglichkeit zur Beurteilung der finanziellen Situation ist.

Die Ansätze dazu sind immer noch sehr unterschiedlich und werden von unterschiedlichsten Gruppen praktiziert. Häufig wird die Bewertung immer noch von Praktikermethoden dominiert, die insbesondere durch Steuerberater und die öffentliche Hand angewendet werden (vgl. Peemöller 2002: 202f). Zu nennen sind hier:

- Mischverfahren aus Ertrags- und Substanzwert,
- Hochrechnungen auf Basis des Eigenkapitals zuzüglich einer bestimmten Menge an Gewinnen / Goodwill als Prozentsatz vom Gewinn,
- Erfahrungswerte,
- Stuttgarter-Verfahren (vgl. Peemöller 2002: 196f).

Gegenüber allen vorher erläuterten Methoden weisen diese Verfahren jedoch gravierende Nachteile auf und sind daher, zumindest für eine Bewertung zu Zwecken der Kaufpreisermittlung, abzulehnen.

3.4. Verfahren zur kennzahlengestützten, indikativen Wertbestimmung

3.4.1. Allgemeines

Ziel ist hier die Entwicklung eines Verfahrens zur indikativen Wertbestimmung, also einer Systematik, die ohne ein umfangreiches und teures Wertgutachten unter weitestgehender Einhaltung der Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung⁹ durchführbar und speziell auf die Bedürfnisse von KMU zugeschnitten ist. Prägnanteste Merkmale sind der Verzicht auf einen formell aufwändigen Gutachtentext und die Verwendung von weitergehenden Vereinfachungen als bei den oben geschilderten Verfahren sowie die Einbeziehung spezifischer Problemkreise aus dem Bereich der KMU. Es werden nicht nur finanzmathematische Kennzahlen berücksichtigt, sondern auch Soft-facts in die Bewertung einbezogen.

In der Praxis werden Verfahren zur indikativen Unternehmensbewertung bereits auf verschiedenen Feldern angewendet. Hauptanwendungsgebiet ist die Bestimmung indikativer Preisspannen bei der Ermittlung potenzieller Erstauskabekurse im Rahmen von IPOs. Hier bilden vornehmlich Multiples die Basis.

Das Spannungsfeld, in dem sich die Bewertung von KMU bewegt, ist das geringe Budget, das für eine Bewertung zur Verfügung steht und die Erkenntnis, dass gerade bei KMU zusätzliche Kriterien¹⁰ in die Bewertung einfließen müssen, die so bei größeren Unternehmen nicht vorhanden sind. Der Vorteil, der sich durch eine vereinfachte und damit kostengünstige Bewertung ergeben kann, ist ebenso schnell hinfällig, wenn die Abweichung so groß ist, dass dadurch der Käufer zu einer Fehlentscheidung veranlasst wird, die kausal für

⁹ Vgl. Abschnitt 3.1.

¹⁰ Vgl. dazu Abschnitt 3.3.

einen späteren Vermögensschaden ist (vgl. Behringer 2002: 204f).

3.4.2. Basis des Verfahrens

Als Grundlage für das nachfolgend zu entwickelnde Verfahren soll das klassische Ertragswertverfahren dienen. Das DCF-Verfahren wird an dieser Stelle nicht berücksichtigt, da es weit komplexer ist und sich mit seiner Hilfe eher Argumentationswerte ermitteln lassen. Weiterhin ist es durch seine kapitalmarktorientierte Ausrichtung mit größeren Schwierigkeiten, insbesondere in Bezug auf KMU, verbunden.

Die grundlegende Formel ist daher wieder¹¹:

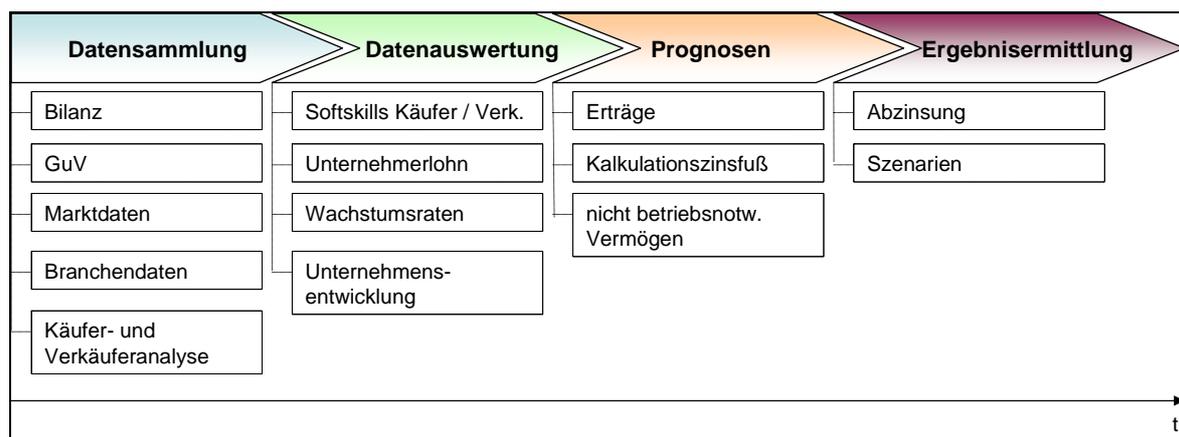
$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{ER_T}{(1+r)^T} + V_{NB}$$

Als Besonderheiten speziell bei KMU wurden vorangehend festgehalten:

- starke Personenbindung,
- Einfluss der Unternehmerpersönlichkeit,
- Unternehmerlohn,
- Subjektive Risikoneigung,
- schwierige Abgrenzbarkeit von Privat- und Unternehmenssphäre und
- schwaches Datenmaterial.

Die Gleichung des Ertragswertverfahrens soll um einen Korrekturfaktor modifiziert werden, mit dem die resultierenden Effekte in die Bewertung eingepreist werden.

Abbildung 8: Möglicher Ablauf einer indikativen Bewertung bei KMU



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Sammlung der Daten ist der erste Schritt. Dazu werden alle Daten des externen Rechnungswesens beschafft und soweit vorhanden auch die des inter-

¹¹ Vgl. Abschnitt 3.2.5.

nen Rechnungswesens. Weiterhin müssen aus allgemein zugänglichen Quellen, wie Internet, IHK oder Verbänden, Informationen über die bestimmte Branche und den Markt eingeholt werden. Letzter Schritt in diesem Komplex ist die Ermittlung von Informationen zum Einfluss des Unternehmers. Gemeint sind damit die Aufdeckung des Einflusses, den der Unternehmer auf den Erfolg des laufenden Betriebes hat, sowie die damit einhergehende Entlohnung. Dazu gehören:

- Tätigkeit und Aufgabenschwerpunkte des Unternehmers und
- persönliche Bindungen zu Kunden und Lieferanten.

Tabelle 2: Qualitativer Einfluss des Unternehmers

Eigenschaft	Quelle	Ausprägung
Fach- und Branchenkenntnisse	<ul style="list-style-type: none"> • Zeugnisse • Interview 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Betriebswirtschaftliche Grundlagen	<ul style="list-style-type: none"> • Zeugnisse • Interview 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Softskills (Kommunikation, Kreativität, Rhetorik)	<ul style="list-style-type: none"> • Interview 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Persönliches Netzwerk (Kunden, Lieferanten, Geschäftspartner, Politik)	<ul style="list-style-type: none"> • Interview • Unterlagen • Print- und Nonprint-Medien 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Durchsetzungsvermögen, Wille, Erfolgsorientierung und Kampfgeist	<ul style="list-style-type: none"> • Interview 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Umgang mit Risiken	<ul style="list-style-type: none"> • Interview • bisheriges Auftreten im Geschäftsleben 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
Physische und psychische Konstitution in Bezug auf die Mehrbelastung als Unternehmer	<ul style="list-style-type: none"> • Interview • Erscheinungsbild • Persönliches Umfeld (Partner, Familie) 	1 – 2 – 3 – 4 – 5
(1 = geringe Ausprägung --- 5 = hohe Ausprägung)		

Quelle: In Anlehnung an Behringer (2002: 173).

Mit Hilfe der gesammelten Daten kann in einem zweiten Schritt deren Auswertung beginnen. Dazu können mittels Szenarien Prognosen über die Markt- und Branchenentwicklung angestellt werden. Anhand dessen wäre es dem

Bewerter möglich, Rückschlüsse auf die Entwicklung des Zielunternehmens zu ziehen. Nun muss die Abhängigkeit des Unternehmens von dem Unternehmer geprüft werden und anschließend das Profil des Käufers mit dem des Verkäufers anhand verschiedener Kriterien verglichen werden. So lassen sich Rückschlüsse darauf ziehen, inwieweit der Unternehmer bisher am Erfolg beteiligt war und wie im Vergleich dazu der potenzielle Erwerber aufgestellt ist. Die Ausprägung wird in fünf Stufen unterteilt und gibt Aufschluss darüber, wie stark oder schwach ein Merkmal ausgeprägt ist.

Weiteres Element in diesem zweiten Schritt ist die Bewertung des Unternehmerlohns. Der Unternehmerlohn ist die faktische Entschädigung des Unternehmers für die Erbringung der Arbeitsleistung in seinem Unternehmen. Der Käufer hätte natürlich auch die Möglichkeit, das Geld am Kapitalmarkt zu investieren, wofür keine Arbeitsleistung seinerseits notwendig ist. Daher muss der Unternehmerlohn von den Erträgen abgezogen werden, allerdings nur, wenn es sich um eine Personengesellschaft handelt. Des Weiteren muss dieser Unternehmerlohn auf seine Angemessenheit hin überprüft werden. Ist der Lohn des Altunternehmers zu hoch oder zu niedrig bemessen, sind Korrekturen notwendig. Zu unterscheiden ist hier zwischen Gewinn und Unternehmerlohn im Hinblick auf die Rechtsform des Unternehmens. Bei den Personengesellschaften ist der Unternehmerlohn Bestandteil des Gewinnes, während bei Kapitalgesellschaften der geschäftsführende Unternehmer ein Gehalt bezieht, welches den Gewinn vorab reduziert.

Es müssen auch metaökonomische Zielstellungen in die Bewertung mit einfließen (Behringer 2002: 177f), die einen sonst unüblichen, da zu niedrigen, Unternehmerlohn oder ausgeschütteten Gewinn kompensieren können. Metaökonomische Ziele sind nicht monetär und können sich beispielsweise als Macht, Unabhängigkeit oder Status manifestieren.

Im dritten Schritt werden die Erträge prognostiziert und der Kapitalisierungszinssatz sowie der Verkehrswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt.

3.4.3. Ertragsprognose

Zur Prognose der Erträge muss zunächst die Art der betrachteten Erträge festgelegt werden. In diesem Modell bietet sich die Verwendung von Ertragsüberschüssen, also Periodenerfolgen, an. Die Periodenerfolge sind direkt aus der GuV abzuleiten. Sie ergeben sich aus den Unternehmenserträgen einer Periode abzüglich der Unternehmensaufwendungen. Der Charme dieser Ertragsgröße ist, dass eine umfangreiche und detaillierte Finanzplanung ebenso wie die Planung der künftigen Ausschüttungspolitik unnötig wird (vgl. Peemöller 2002: 56). Dagegen spricht allerdings, dass die damit einhergehenden Vereinfachungen zu Verzerrungen führen können. Der Ansatz dieses Verfahrens rechtfertigt allerdings den Einsatz von Periodenerfolgen und einem Verstoß gegen die

Ordnungsmäßigkeit im Sinne des IdW wird durch die Erstellung einer prognostischen Rentabilitätsplanung vorgebeugt.

Aus der Analyse der Vergangenheitsdaten, vornehmlich der letzten drei Jahre, kann eine Rentabilitätsplanung bis zu einem Planungshorizont von drei Jahren erstellt werden. Eine darüber hinausgehende Planung, auch unter Verwendung eines dreiphasigen Modells, erscheint nicht sinnvoll, da die Unsicherheiten in diesem Zeitraum zu stark sind. Anschließend sollten die Ergebnisse des letzten Jahres vor dem Planungshorizont unter Einbindung vorsichtiger Prognosen fortgeschrieben werden. Zusätzlich werden die prognostizierten Periodenerfolge um den Unternehmerlohn gekürzt, sofern es sich um eine Personengesellschaft handelt.

Die Erstellung einer solchen fallbezogenen, detaillierten Unternehmens- und Rentabilitätsplanung ist für einen Unternehmenskauf, auch im Zuge einer Nachfolge, unerlässlich. Für die Anwendung eines Bewertungsverfahrens kann daher die Verfügbarkeit dieser Zahlen unterstellt werden.

Weiterhin ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen abzusondern und zu seinen Liquidationserlösen zu bewerten. Dazu ist die Abgrenzung des Bewertungsobjektes eine notwendige Voraussetzung.

3.4.4. Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes

Schließlich erfolgt die Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes. Der Basiszinssatz kann frei definiert werden, als Vergleichswert wird wieder der Basiszinssatz für langfristige Wertpapiere (Restlaufzeit mindestens zehn Jahre) empfohlen. Dieser Basiszinssatz wird mittels Zu- und Abschlägen modifiziert.

Zunächst muss ein Risikozuschlag hinzugerechnet werden. Dieser Zuschlag ermittelt den Wert, bei dem eine sichere Einzahlung, so beispielsweise ein Zins für die Bereitstellung von Kapital, ebenso nutzbringend ist wie die unsichere Gewinnausschüttung aus dem Unternehmen. Auch hier wird aus Vereinfachungsgründen auf eine exakte Ermittlung des Risikozuschlages verzichtet, sondern ein pragmatischer Risikozuschlag in Ansatz gebracht (vgl. Behringer 2002: 74ff), der von dem jeweiligen Käufer validiert werden sollte. Damit kann zwar die individuelle Risikoneigung des Käufers nicht direkt einbezogen werden, es ergibt sich aber durch den Bezug auf die prognostizierten Erträge eine indirekte Berücksichtigung des individuellen Risikos, da diese Prognose auf den Prämissen des jeweiligen Käufers beruhen und die minimalen Ausschüttungen, also der worst-case, ebenso individuell prognostiziert sind.

Weiteres Element des Kapitalisierungszinsfußes ist die Steuer. Für den jeweiligen Käufer kann sein individueller Steuersatz in Ansatz gebracht werden. Alternativ kann auch von einem pauschalierten Steuersatz in Höhe von 35 % ausgegangen werden.

Zur Ermittlung werden nun von den prognostizierten Gewinnen die minimal zu erwartenden Gewinne abgezogen. Diese stellen die wahrscheinlichste Un-

tergrenze der künftigen Einzahlungen dar. Sind die Einzahlungen sicher, betrüge der Risikozuschlag damit Null, ansonsten erhöht sich der Risikozuschlag proportional zu der Differenz. Diesem Ansatz kann natürlich entgegengehalten werden, dass künftige Gewinne immer unsicher sind und auch die minimalen Gewinne nicht prognostiziert werden können. Dem muss entgegnet werden, dass der potenzielle Käufer kein Unternehmen erwerben wird, das nicht mit hinreichender Sicherheit lebensfähig und in der Lage ist, sein eingesetztes Kapital zu amortisieren. Eine individuelle Untergrenze kann festgelegt werden.

Sind alle Angaben soweit vorhanden und plausibel, kann der Ertragswert berechnet werden. Dazu werden die prognostizierten Periodenerfolge abgezinst. Der ermittelte Unternehmenswert, basierend auf dem Ertragswertverfahren, berücksichtigt noch nicht die individuellen Unternehmerpersönlichkeiten des Verkäufers und des Käufers. Um diese einzubeziehen, müssen die bewerteten qualitativen Einflüsse (vgl. Tabelle 2) mittels eines Korrekturfaktors integriert werden.

Im Ergebnis erhält der Käufer eine Bewertung, die zum einen den Vorteil hat, dass sie kostengünstig, schnell, individuell und situationsangepasst ist, zum anderen aber auch nicht den gravierenden Nachteil einer relativen Ergebnisverzerrung verleugnen kann. Sie ermöglicht dem Käufer, mit einem hinreichend genauen Entscheidungswert in die Verhandlung zu gehen und mittels verschiedener Szenarien einige gute Argumentationswerte in der Hand zu haben.

3.4.5. Umsetzung des Bewertungsmodells in eine Softwareanwendung

Basierend auf den vorangegangenen Erläuterungen wird das Bewertungsmodell in Microsoft Excel umgesetzt. Zur Ermittlung des Einflusses der Unternehmerpersönlichkeit müssen die in Tabelle 2 skizzierten Eigenschaften sowohl des Käufers als auch des Verkäufers vom Anwender eingestuft werden. Darüber hinaus müssen folgende, auf einer möglichst detaillierten Planung basierende Eckdaten eingegeben werden (siehe auch Abbildung 9):

- aktuelles Jahr = erstes Planjahr,
- Jahresergebnisse für das aktuelle und die drei folgenden Jahre
- (jeweils „real case“ und „worst case“),
- Basiszinssatz,
- individueller Steuersatz und
- nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Abbildung 9: Auszug aus dem Bewertungsmodell

Berechnung des Wertes eines Unternehmens

Einfluss der Unternehmerpersönlichkeit

Eigenschaft	Ausprägung Verkäufer	Ausprägung Käufer
Fach- und Branchenkenntnisse	3 ▼	3 ▼
Betriebswirtschaftliche Grundlagen	3 ▼	3 ▼
Softskills (Kommunikation, Kreativität, Rhetorik)	3 ▼	3 ▼
Persönliches Netzwerk (Kunden, Lieferanten, Geschäftspartner, Politik)	3 ▼	3 ▼
Durchsetzungsvermögen, Wille, Erfolgsorientierung und Kampfgeist	3 ▼	3 ▼
Umgang mit Risiken	3 ▼	3 ▼
Physische und psychische Konstitution im Bezug auf die Mehrbelastung als Unternehmer	3 ▼	3 ▼

1 = geringe Ausprägung --- 5 = hohe Ausprägung

Jahresergebnisse

	real case	worst case
aktuelles Jahr		
0001		
0002		
0003		

weitere Parameter

	in Prozent
Basiszinssatz	
individueller Steuersatz	
nicht betriebsnotwendiges Vermögen	

Unternehmenswert

ohne Berücksichtigung Unternehmerpersönlichkeit	#DIV/0!
mit Berücksichtigung Unternehmerpersönlichkeit	#DIV/0!

GRÖSSE

60% 70%

80% 90%

100% 120%

DRUCKEN

HILFE

Quelle: Eigene Darstellung

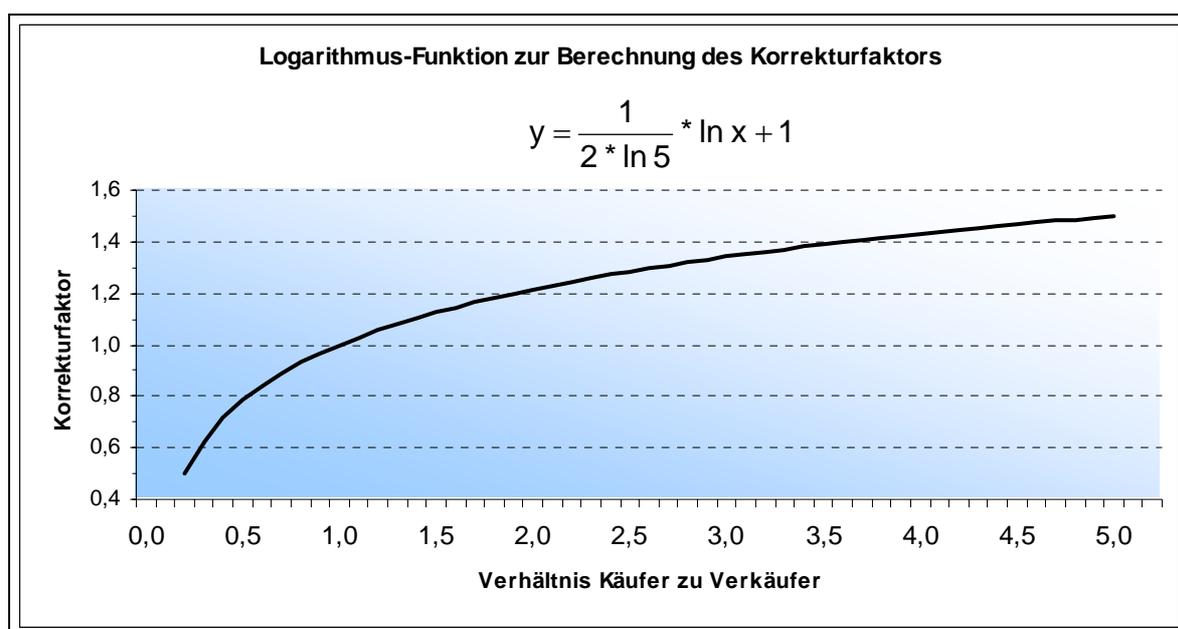
Die Berechnung der anzuzeigenden Unternehmenswerte erfolgt über folgende Zwischenschritte:

1. Berechnung Korrekturfaktor zur Unternehmerpersönlichkeit
2. Berechnung Risikozuschlag
3. Berechnung Kapitalisierungszinsfuß

4. Berechnung Unternehmenswert
 - a. ohne Berücksichtigung Unternehmerpersönlichkeit
 - b. mit Berücksichtigung Unternehmerpersönlichkeit

Zur Berechnung des Korrekturfaktors werden zunächst die individuellen Ausprägungen der Unternehmerpersönlichkeit von Verkäufer und Käufer berechnet. Die Gewichtung der einzelnen Eigenschaften ist dabei definiert. Die errechneten Ausprägungen von Verkäufer und Käufer werden zueinander ins Verhältnis gesetzt. Diese Verhältniskennziffer liegt zwischen $1 : 5 = 0,2$ und $5 : 1 = 5,0$. Weiter wurde definiert, dass die ermittelte Unternehmerpersönlichkeit den nach dem Ertragswertverfahren zu ermittelnden Unternehmenswert maximal um 50 % auf-, bzw. abwertet. In Folge dessen muss der Verhältniskennziffer ein Korrekturfaktor zugewiesen werden. Dazu ist eine logarithmische Funktion notwendig (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10: Logarithmus-Funktion zur Berechnung des Korrekturfaktors



Quelle: Eigene Darstellung.

Anschließend wird für jedes Betrachtungsjahr die Differenz der Jahresergebnisse des „worst case“ und des „real case“ in Relation zu dem des „real case“ gesetzt. Multipliziert mit dem Basiszinssatz ergibt sich daraus der Risikozuschlag für das jeweilige Jahr (vgl. Behringer 2002: 77f). Die Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag wird um den eingegebenen Steuersatz korrigiert und ergibt damit den Kapitalisierungszinsfuß.

Der Unternehmenswert *ohne* Berücksichtigung der Unternehmerpersönlichkeit wird nach dem klassischen Schema des Ertragswertverfahrens berechnet. Für das aktuelle Jahr sowie die beiden folgenden Jahre (Phase I) wird eine in-

dividuelle Berechnung durchgeführt unter Berücksichtigung der jeweils wechselnden, prognostizierten Jahresergebnisse und den zugehörigen Kapitalisierungszinssätzen. Die für das darauf folgende Jahr eingegebenen Werte dienen als Basis für die Berechnung der ewigen Rente (Phase II). Die Summe dieser Ertragswerte, korrigiert um das nicht betriebsnotwendige Vermögen, ergibt den Unternehmenswert *ohne* Berücksichtigung der Unternehmerpersönlichkeit.

Der Unternehmenswert *mit* Berücksichtigung der Unternehmerpersönlichkeit wird daraus abgeleitet, indem die Summe der Ertragswerte mit dem Korrekturfaktor multipliziert wird, wiederum zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Die Umsetzung des Bewertungsmodells in eine Softwareanwendung beinhaltet auch eine einfache Hilfsfunktion. In einem weiteren Tabellenblatt werden dem Anwender die Anforderungen an die abgefragten Werte und Daten (Abbildung 9) erläutert. Daneben können über Schaltfelder Seitenausdrucke generiert und die Seitenansicht verändert werden.

3.5. *Rechtliche Aspekte einer Unternehmensbewertung*

Ebenso wie sich Betriebswirtschaftler mit der Unternehmensbewertung beschäftigen, kommen auch Juristen nicht gänzlich an dem Thema vorbei. Im Gesetz wie in der Rechtsprechung sind einzelne Aspekte der Bewertung normiert oder entschieden worden. Im Falle einer Unternehmensübernahme allerdings sowie bei den wertorientierten Managementkonzepten sind sowohl der Anlass als auch die Durchführung komplett betriebswirtschaftlich ausgerichtet. Lediglich zu einzelnen Teilaspekten, wie beispielsweise der Angemessenheit eines Kalkulationszinsfußes, der Abgrenzung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen oder der stichtagsbezogenen Abgrenzungproblematik sind Urteile¹² gefällt worden, eine gesetzliche Normierung ist in diesem Bereich nicht vorhanden.

Rechtsgebiete, in denen eine Bewertung gesetzlich festgehalten und durch jahrelange Praxis in der Rechtsprechung wenig veränderlich ist, sind insbesondere:

- Gesellschaftsrecht,
- Familienrecht,
- Erbrecht,
- Insolvenzrecht.

Die Bewertung wird immer dann zu einem rechtlichen Problem, wenn über einen vermögensrechtlichen Anspruch geurteilt werden muss (vgl. Uhlenbruck

¹² Vgl. beispielhaft OLG Düsseldorf, DB 2002: 781f oder OLG Düsseldorf, AG 1999: 321, 324 auch BayObLG (Paulaner Urteil), AG 1995: 126, 128 ebenso OLG Düsseldorf, AG 2000: 323f.

2003: 151ff). Zu denken ist hier insbesondere an die Fälle der Ermittlung des Zugewinnausgleichs bei güterrechtlichen Auseinandersetzungen, bei der Höhe des Erbteils für die Erben, die einen Pflichtteil zugesprochen bekommen, bei der Abfindungsermittlung für ausscheidende Gesellschafter einer Personen- oder Kapitalgesellschaft, bei der Abfindung von Aktionären im Rahmen eines „squeeze out“ (Ausschluss von Minderheitsaktionären) oder bei einer Überschuldungsprüfung im Rahmen des § 19 II InsO.

Ziel einer Bewertung ist aus rechtlicher Sicht die Ermittlung des wahren Wertes, also des Wertes, der bei einem fiktiven Verkauf am Markt erzielt werden könnte. Strittig ist hierbei allerdings, ob es sinnvoll ist, von einem Fortführungs- oder Liquidationswert auszugehen. Für den Fortführungswert spricht, dass damit das bestehende Unternehmen als Einheit bewertet wird. Als Proargument für den Liquidationswert spricht, dass der aktuelle Verkehrswert der im Unternehmen vorhandenen Aktiva bewertet wird und damit faktisch keine in der Zukunft liegenden, unsicheren Einflüsse Teil der Bewertung werden. Letzteres Argument entspricht allerdings nicht den Grundsätzen einer ordnungsgemäßen Bewertung, nach denen eine Bewertung stets zukunftsgerichtet sein muss. Einige Urteile¹³ zu diesem Themenkreis bestätigen die Auffassung, dass bei der Bewertung vom Unternehmenswert unter Fortführungsgesichtspunkten ausgegangen werden muss. Allerdings bleibt bei bestimmten Bewertungsanlässen dieses Vorgehen zweifelhaft, beispielsweise wenn der Hauptgesellschafter, der maßgeblich an der Geschäftsführung beteiligt war, ausfällt.

3.6. *Resümee*

Wie so oft münden alle Bemühungen auch hier in einem Ergebnis, das vorher bereits klar war: Ein einheitliches Verfahren zur Ermittlung eines korrekten Preises für ein Unternehmen gibt es nicht und wird es wohl auch nie geben. Der Thematik wurde sich vielmehr mit dem klassischen juristischen Grundansatz genähert, der da lautet: „Sic quam diu!“¹⁴ Darin liegt die Kunst einer ordentlichen Wertfindung begründet, denn es müssen möglichst alle bewertungsrelevanten Faktoren erfasst und gewürdigt werden. Erst dann, wenn man weiß worauf es ankommt, kann eine Vereinfachung und damit die Wahl eines, oder besser mehrerer, Bewertungsmodelle erfolgen.

Es wurde gezeigt, dass es durchaus Verfahren gibt, die wissenschaftlich fundiert in der Lage sind, einen Unternehmenswert zu ermitteln. Dabei haben sich vor allem das Ertragswertverfahren und das DCF-Verfahren etabliert. Klar ist andererseits aber auch, dass die klassischen Ansätze dieser Verfahren die speziellen Problemstellungen und Bedürfnisse von KMU nicht berücksich-

¹³ Vgl. BGH NJW 1967: 1464 oder WM 1984: 1506 auch BGHZ, 116, 359, 370f.

¹⁴ Es kommt darauf an!

tigen und ihre Durchführung mit hohen Kosten verbunden ist.

Daher war es in diesem Kapitel das zentrale Anliegen, ein Modell zu entwickeln, das diese KMU-Spezialitäten beinhaltet und soweit vereinfacht ist, dass mit relativ wenig Aufwand eine Bewertung erstellt werden kann. Trotzdem sollen die Ergebnisse noch möglichst plausibel und dicht an dem Wert sein, der auch mit anderen Verfahren ermittelt werden könnte.

Als Ergebnis der vorhergehenden theoretischen Ausarbeitung wurde eine Excel-Datei programmiert. Dieses Software-Tool überträgt die vorangegangenen Überlegungen weitgehend in die Praxis. Dabei ist es gelungen, eine Brücke zwischen Hard- und Softfacts zu schlagen und somit an sich schwer quantifizierbare Faktoren in die Bewertung einzubeziehen.

4. Finanzierung eines Unternehmenskaufs

*„Man muss es so einrichten, dass einem das Ziel entgegenkommt.“
Theodor Fontane*

4.1. Rolle der Finanzierung beim Unternehmenskauf

Mit Hilfe der Finanzierungsbausteine wird dem Käufer ein Instrumentarium an die Hand gegeben, mit dessen Hilfe er in der Lage ist, den vertraglich fixierten Kaufpreis zu zahlen. Für den Käufer stellt dies die wesentlichste Hauptleistungspflicht dar und ist daher prioritär zu behandeln. Weiterhin ist eine gesicherte Finanzierung nicht nur juristisch relevant, sondern stellt auch betriebswirtschaftlich ein zentrales Kriterium dar, das über Erfolg und Misserfolg des Unternehmenskaufes entscheiden kann. Der Finanzierungsaufwand bei einem Unternehmenskauf ist nicht zu unterschätzen, denn der Kauf gewachsener Strukturen, eines Kundenstammes und vieles mehr, das einen laufenden Betrieb ausmacht, schlagen sich im Preis nieder. So wird der Finanzbedarf bei einer Gründung auf etwa 125 T€ geschätzt, während eine Übernahme durchschnittlich 200 T€ kostet (vgl. o. V. o. J.a).

Die Möglichkeiten einer Finanzierung sind mehr als nur vielfältig, verkleinern sich aber wiederum unter dem Gesichtspunkt, dass der Alteigentümer herausgekauft werden soll. Es stellt keine erstrebenswerte Alternative für den Altunternehmer dar, managementseitig nicht an dem Unternehmen beteiligt zu sein, aber wegen einer Kaufpreisstundung oder anderen Vergünstigungen gegenüber dem Käufer, weiterhin von Wohl und Wehe des Unternehmenserfolges abzuhängen. Die meisten Unternehmer wollen sich durch den Verkauf bewusst von ihrem Unternehmen trennen und sind daher an einem zügigen und vollständigen Ausstieg interessiert. Problematisch wird dies bei höheren Summen, zumal der Verkäufer seinen Verkaufsgewinn zusätzlich versteuern muss.

Ein wichtiger Aspekt, der im Rahmen der Finanzierung geklärt werden

muss, ist die Bestimmung der Kapitalstruktur. Gemeint ist damit die Strukturierung der Kaufpreisfinanzierung in Bezug auf den Anteil der zu verwendenden Instrumente mit ihren spezifischen Konditionen und deren sinnvolle Kombination. Von Vorteil ist dabei sicher das Vorhandensein freier Kapitalien, die bezüglich Risikoaversion und Renditeerwartung den gestellten Anforderungen genügen. Dieses wird in Form von Eigenkapital in die Finanzierung eingebracht. Bankverbindlichkeiten sind als Fremdkapital häufig die zweite Säule der Finanzierung. Tun sich hierbei Lücken in der Finanzierung auf, muss Kapital mit „Zwitterfunktion“ beschafft werden, das als Mezzanine-Finanzierung eigenkapitalersetzende Funktion ausübt. Folgende Tabelle verdeutlicht eine mögliche Zielkapitalstruktur für die Kaufpreisfinanzierung.

Tabelle 3: Mögliche Kapitalstruktur einer Kaufpreisfinanzierung

Kapitalstruktur		Zinsrendite
50 – 60 Prozent	Fremdkapital	5 – 9 Prozent
~ 30 Prozent	Mezzanines Kapital	8 – 20 Prozent
10 – 20 Prozent	Eigenkapital	20 – 40 Prozent

Quelle: Aufbau in Anlehnung an Lütjen (1992: 122).

Jedes der einzelnen Finanzierungsinstrumente hat eine unterschiedliche Risikoneigung und schlägt sich daher auch anders in der Renditeerwartung nieder. Während Fremdkapital üblicherweise, soweit es bankseitig erfolgt, nur gegen Sicherheiten und für bestimmte Zeit gewährt wird und daher eine niedrige Verzinsung aufweist, trägt der Eigenkapitalgeber, hier grundsätzlich der Käufer, das volle Risiko in Bezug auf das von ihm ohne Fristigkeit eingesetzte Kapital, wodurch die Renditeerwartung entsprechend hoch ist. Die Kapitalstruktur differiert je nach Käufer, der jeweiligen Unternehmenssituation und des wirtschaftlichen Umfelds. Sie wird daher für jeden Unternehmenskauf maßgefertigt.

Grundsätzlich lässt sich die Finanzierung in zwei Ansätze aufgliedern:

- liquiditätswirksame Finanzierung und
- nicht liquiditätswirksame Finanzierung.

Die nicht liquiditätswirksame Finanzierung ist gerade bei großen Transaktionen wie Unternehmenskäufen ebenfalls ein wichtiges Element. Sie soll aber bei den theoretischen Ausführungen nicht ausführlich betrachtet werden. Ihr Nachteil liegt darin, dass die Geschäftsanteile des Verkäufers durch den Käufer nicht sofort übernommen werden können. Der Verkäufer bleibt weiterhin von den Geschicken des Unternehmens abhängig. Daher stellt dies oft nur die Möglichkeit der zweiten Wahl dar. Vorteil der nicht liquiditätswirksamen Fi-

nanzierung ist allerdings, dass mit ihrer Hilfe größere Finanzierungsvolumina gehandhabt und erreicht werden können (vgl. Hölters 2002: 239). Die am weitesten verbreiteten Möglichkeiten einer nicht liquiditätswirksamen Finanzierung sind:

- Kaufpreisstundung,
- Tausch von immateriellen Werten oder Sachvermögen und
- Verschmelzung durch Aufnahme (allerdings nur bei AG möglich, entspricht weitestgehend Kapitalerhöhung durch Sacheinlage).

Im Rahmen der Finanzierung muss stets auch die Rechtsform des Zielunternehmens sowie die des Käufers beachtet werden. Davon kann schon die theoretische Einsatzmöglichkeit von Finanzierungsinstrumenten abhängen, und es ergeben sich Auswirkungen auf die Besicherungsmöglichkeiten.

4.2. *Möglichkeiten der Finanzierung*

4.2.1. *Eigenfinanzierung*

Die Eigenfinanzierung stellt die klassische Form der Finanzierung dar. Noch bis Mitte des 19. Jahrhunderts war es externen Unternehmensnachfolgern häufig nur möglich, mittels thesaurierter Gewinne oder Eigenmitteln ein Unternehmen zu erwerben, da Kredite durch Wucherzinsen ein höchst ungeeignetes Finanzierungsmittel darstellten. Erst die Entwicklung der Kreditwirtschaft im Rahmen des industriellen Fortschrittes machte den Einsatz von Fremdkapital in Form von Krediten erschwinglich (vgl. Lütjen 1992: 105).

Die Eigenfinanzierung kann sowohl als Innen- als auch als Außenfinanzierung auftreten und wird gerade bei einer externen Unternehmensnachfolge im Wesentlichen durch einen Anteilskauf mit Eigenmitteln erfolgen¹⁵. Der Nachfolger kauft vom Altunternehmer seine Unternehmensanteile oder die wichtigsten Aktiva. Das Ergebnis ist sowohl beim asset- als auch beim share-Deal dasselbe: Das Unternehmen wechselt den Eigentümer gegen Zahlung eines bestimmten Betrages. Unterschiede bestehen hier vor allem im rechtlichen Bereich.¹⁶ Finanziert der Käufer den Deal vollständig mit eigenem Vermögen, handelt es sich um eine klassische Innen- und Eigenfinanzierung. Möglich und immer häufiger praktiziert ist auch die eigenfinanzierte Nachfolge durch Außenfinanzierung. Denkbare Fälle sind der Erwerb von Anteilen durch den Nachfolger unter Einbindung von Eigenkapital von Beteiligungsgesellschaften, Business Angels und anderen Privatinvestoren (vgl. Felden/Klaus 2003:

¹⁵ Für eine Übersicht zur Einteilung der Finanzierung vgl. statt vieler Perridon/Steiner (2002: 354).

¹⁶ Unterschiede bestehen hier vor allem im Bereich Anwendung von § 613a BGB, der konkreten Ausgestaltung der Kaufverträge und weiteres mehr; Vgl. dazu ausführlicher Hölters (2002: 321ff) oder Picot (2004)

123). Eine klassische Eigenfinanzierung im engeren Sinne liegt dabei jedoch nicht vor.

Die Eigenfinanzierung schafft Eigenkapital, welches i. d. R. durch seine unbegrenzte Verfügbarkeit, eine Mindesthaftung in Höhe der Einlage, volle Teilhabe an Gewinn und Verlust und andere Kriterien gekennzeichnet ist.

4.2.2. Mezzanine Finanzierung

Mezzanine¹⁷ Finanzmittel nehmen eine hybride Stellung zwischen Eigen- und Fremdmitteln ein und sind quasi unbesicherte Darlehen mit Eigenkapitalcharakter. Diese Finanzierungsform wird immer beliebter, denn sie verschafft dem Kapitalnehmer eine Möglichkeit, Fremdkapital aufzunehmen, das eigenkapitalähnlichen Charakter hat. Typisch ist diese Finanzierungsform mittlerweile insbesondere für öffentliche Fördermittel geworden. Die KfW-Mittelstandsbank hat ihre Produktpalette mezzaniner Fördermittel weiter ausgebaut und auch die Volumina der einzelnen Programme teilweise verdoppelt.

Weitere Formen sind die typische und atypische Beteiligung, Subordinated Debt mit Equity Kicker, partiarische Darlehen, Gesellschafterdarlehen, Vorzugsaktien, Genussscheine und andere mehr. Die zwei wichtigsten Arten von Mezzanine-Kapital sind das eigenkapitalgeprägte Equity Mezzanine Capital und das fremdkapitalorientierte Debt Mezzanine Capital (vgl. Stadler 2001: 337).

In der Form von nachrangigem Kapital übernimmt das Mezzanine-Kapital eigenkapitalersetzenden Charakter. Durch einen Rangrücktritt sind die Chancen des Kapitalgebers in der Insolvenz gering, seine Verluste wenigstens quotale zu decken.

4.2.3. Fremdfinanzierung

Von Fremdfinanzierung wird gesprochen, wenn für den Kauf Fremdkapital genutzt wird. Fremdkapital gibt es hauptsächlich in den Formen Kreditfinanzierung und Finanzierung aus Rückstellungen. Fremdkapital im Allgemeinen und speziell Kredite zeichnen sich durch Nichthaftung des Kapitals für Verbindlichkeiten, einen festen Zinsanspruch, einen Anspruch auf Rückzahlung, seine begrenzte Verfügbarkeit sowie sein theoretisch unbeschränktes Vorhandensein aus (vgl. Perridon/Steiner 2002: 354).

Der Nachteil der Fremdkapitalaufnahme ist die Schaffung von Verbindlichkeiten, die oftmals zu laufenden Liquiditätsabflüssen durch Zins und Tilgung führen. Ein gravierender Vorteil dieser Kapitalart ist allerdings, dass dem Fremdkapitalgeber keine Gesellschafter ähnlichen Mitspracherechte erwachsen.

¹⁷ It. mezza = dazwischen.

4.3. *Instrumente der Finanzierung*

4.3.1. Instrumente der Innenfinanzierung

Ausgehend von dem Ansatz, dass es sich bei dem Käufer eines KMU oft um eine Privatperson handelt, sind die Mittel für eine Innenfinanzierung stark eingeschränkt. Wie bereits voranstehend beschrieben, bleibt einer natürlichen Person an sich nur die Möglichkeit, eine Innenfinanzierung mittels privaten Kapitals vorzunehmen. Der Vorteil ist, dass dieser Teil der Finanzierung keiner Fristigkeit unterworfen ist. Dem Kapitalgeber bleibt außerdem die Bestimmung der Zielrendite selbst überlassen.

Handelt es sich bei dem Käufer allerdings um ein Unternehmen, erweitern sich die Möglichkeiten zusehends. Hier eröffnen sich Finanzierungsmöglichkeiten durch den Einbehalt von Gewinnen, durch Bildung langfristiger Rückstellungen, durch Abschreibungen oder Sonderposten mit Rücklageanteil. Alle genannten Formen sind allerdings nicht liquiditätswirksam. Durch Vermögensumschichtungen kann dagegen reales Kapital generiert werden. Zu denken ist in diesem Zusammenhang insbesondere an den Verkauf von Aktiva. Hier bietet sich die Möglichkeit für das erwerbende Unternehmen, seine eigene Bilanz zu verschlanken und Aktiva dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zuzuweisen, welche dann veräußert werden können. Selbst betriebsnotwendiges Vermögen kann im Wege von sale-and-lease-back zur Generierung von Kapital eingesetzt werden. Dies betrifft nicht nur Anlagevermögen sondern unter Umständen auch Umlaufvermögen.

Um einige dieser Vorteile nutzen zu können, kann ein Käufer in Form einer natürlichen Person aber auch eine NewCo (New Company) gründen, die dann als Käufer auftritt. Empfehlenswert sind alle Gesellschaftsformen mit eigener Rechtspersönlichkeit.

Theoretisch kann der Käufer als natürliche Person die beschriebenen Möglichkeiten auch nutzen, wenn man davon ausgehen kann, dass das Zielunternehmen diese Potenziale bietet, also der Verkäufer Optimierungspotenziale nicht erkannt oder ausgeschöpft hat. So könnte der Käufer das Unternehmen erwerben und im Wege einer Restrukturierung Aktiva veräußern, um damit den Kaufpreis zu tilgen. Dann muss dieser Teil nur kurzfristig zwischenfinanziert werden.

4.3.2. Instrumente der Außenfinanzierung zur Eigenkapitalbeschaffung

4.3.2.1. Emission

Eine wichtige Quelle der Außenfinanzierung zum Zwecke der Eigenkapitalbeschaffung, der Gang an die Kapitalmärkte, bleibt einem Großteil der KMU und damit auch natürlichen Personen verschlossen, da diese essentielle Vor-

aussetzungen, die an einen Börsengang oder die Emission einer Anleihe gestellt werden, nicht erfüllen. Ein Element ist dabei die Rechtsform. Außer bei der AG und der KGaA ist eine Emissionsfähigkeit deutscher Gesellschaftsformen nicht gegeben. Auch wenn die Umwandlung der Gesellschaftsform nicht das größte Hindernis darstellt, müssen weiterhin auch emissionsfähige Unternehmen Auflagen betreffend die Börsenzulassung erfüllen und vor allem über eine notwendige kritische Masse verfügen. Ist dies nicht gegeben, würden die Kosten der Gründung und des Ganges an die Kapitalmärkte, sei es im Wege der Emission von Aktien oder Bonds, in starkem Missverhältnis zu der Höhe des zu generierenden Kapitals stehen. Insoweit ist dieser Weg derzeit nur wenig praktikabel, um den Kaufpreis für ein Unternehmen zu finanzieren.

4.3.2.2. Genussschein

Ein noch wenig beachtetes Finanzierungsinstrument für KMU sind Genussscheine. Es ist weitgehend unbekannt, dass dieses Instrument nicht ausschließlich an die Rechtsform der Aktiengesellschaft gebunden ist, sondern allen anderen Gesellschaftsformen ebenso offen steht. Genussscheine sind von ihrem Charakter her ebenfalls mezzanine, stehen zwischen Eigen- und Fremdkapital (vgl. Hölters 2002: 192f). Einerseits räumen sie ihrem Inhaber Vermögensrechte (Gewinnbeteiligung oder Beteiligung am Liquidationserlös) ein, andererseits erhält dieser aber keine Mitgliedschaftsrechte, so insbesondere kein Stimmrecht. Zudem ist die Laufzeit dieser Wertpapiere begrenzt. Gesetzliche Normierungen sind hier nicht vorhanden, so dass insbesondere Laufzeit, Art und Höhe der Ausschüttung, Behandlung bei Insolvenz, die Verlustteilnahme oder Gewährung sonstiger Rechte frei gestaltet werden können.

Ein weiterer interessanter Vorteil von Genussrechtskapital ist die steuerliche Behandlung. Genussscheine werden wie Fremdkapital behandelt, wenn sie nicht sowohl eine Gewinnbeteiligung als auch eine Beteiligung am Liquidationserlös beinhalten (vgl. § 8 III S. 2 KStG). Damit sind die Ausschüttungen als Betriebsausgaben abzugsfähig. Auch im Vergleich zur externen Eigenfinanzierung können sich in Bezug auf die Gewerbesteuer Vorteile zwischen 50 und 100 % ergeben (vgl. Perridon/Steiner 2002: 424).

4.3.2.3. Private Equity

Private Equity, auch Beteiligungskapital, ist ein modernes Schlagwort und im Munde aller, die sich mit dem Thema Finanzierung beschäftigen. Durch Private Equity kann eine Verbreiterung der Eigenkapitalbasis vorgenommen und auf diesem Wege der Kaufpreis finanziert werden. Eine mögliche Form der Kategorisierung ist die Einteilung in strukturiertes Private Equity und unstrukturiertes Private Equity.

Zum strukturierten Private Equity gehört im Wesentlichen Kapital von Be-

teiligungsgesellschaften. Die privatwirtschaftlichen Beteiligungsgesellschaften sind häufig im Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e. V. (BVK) organisiert. Insgesamt umfasst der Verband 201 ordentliche und 61 assoziierte Mitglieder (vgl. <http://www.bvk-ev.de>). Wichtige privatwirtschaftliche Beteiligungsgesellschaften auf dem deutschen Markt sind beispielsweise:

- 3i Deutschland Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbH,
- Barclays Private Equity GmbH,
- CBG Commerz Beteiligungsgesellschaft mbH oder
- Deutsche Beteiligungs AG.

Gerade im Bereich Unternehmenskauf sind allerdings die wohl wichtigsten Beteiligungsgesellschaften die mittelständischen Beteiligungsgesellschaften der einzelnen Bundesländer. Auch Beteiligungsprogramme der KfW-Mittelstandsbank können für diese Zwecke unter Umständen interessant sein. Der Vorteil dieser öffentlichen Beteiligungskapitalgeber ist, dass das Beteiligungsvolumen und die Anforderung an das Umsatzvolumen des Zielunternehmens häufig deutlich unter dem privater Beteiligungsgesellschaften liegt. Die wichtigsten Produkte der KfW sind der ERP-Startfonds mit verschiedenen Modulen und das ERP-Beteiligungsprogramm. Ein sehr verheißungsvoller Ansatz zeigt sich in der Initiative Eigenkapital für den breiten Mittelstand. Dieses Programm zielt in die derzeitige Angebotslücke im Bereich 1-5 Mio. € für Mittelständler, die nicht vornehmlich technologieorientiert sind (vgl. <http://www.kfw-mittelstandsbank.de>). Der Bereich von unter 1 Mio. wird typischerweise von Angeboten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften abgedeckt.

Die Beteiligungsgesellschaften suchen lohnenswerte Beteiligungen für eine bestimmte Zeit, die durch einen Exit enden und eine hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital erwarten lassen. Für Unternehmensnachfolger bietet sich insbesondere ein ReCap Buy-Out an. Hier kauft der Eigner die Beteiligungsgesellschaft am Ende der Beteiligung aus und beseitigt somit die Verwässerung seiner Anteile (vgl. Anderer 2005: 47). Als wichtigste Anlässe für eine Private Equity Beteiligung werden Unternehmensgründung, Wachstumsfinanzierung, Produktentwicklung sowie MBO-/ MBI-Finanzierung für eine Nachfolgeregelung gesehen.¹⁸ Zur Durchsetzung der Ziele muss der Nachfolger der Beteiligungsgesellschaft gewisse Informations-, Kontroll- und Mitspracherechte einräumen, welche sich allerdings häufig auf die regelmäßige Informationsversorgung über die allgemeine Geschäftsentwicklung und Mitsprache bei grundlegenden geschäftspolitischen Maßnahmen beschränken (vgl. Hölter 2002: 196). Dem Nachfolger können die Beteiligungsgesellschaften zusätzlich durch qualifizierte Fachleute auch betriebswirtschaftliches Know-how bieten. Natur-

¹⁸ Vgl. <http://www.privateequity.de/private.html> /Download am 03.01.2005 um 19.00 Uhr

lich hat aber auch diese Form der Unternehmensfinanzierung gewisse Nachteile.

Dazu zählen die hohe Renditeforderung und die hohen Anforderungen an eine Beteiligungszusage bzw. später an die Berichterstattung zum Geschäftsverlauf.

Diese Entwicklungen liegen in der hohen Anzahl von Misserfolgen begründet, die von der Beteiligungsbranche hingenommen werden mussten (vgl. dazu Döhle/Papenick 2002).

Die wichtigsten Formen der Kapitalzuführung durch Beteiligungsgesellschaften sind die direkte Beteiligung verbunden mit einer Einstellung in die Rücklagen oder typisch und atypisch stille Beteiligungen.

Insbesondere MBO / MBI sind stärker in den Fokus von Beteiligungsgesellschaften gerückt. Allein 2003 wurden in Europa 29 Mrd. € – 414 Mio. € entfielen dabei auf Deutschland – Beteiligungskapital investiert (vgl. o. V. o. J.b). Ein Anteil von rund 40 % wurde für MBOs genutzt (vgl. PwC 2004: 5).

Zudem ist die Nutzung von unstrukturiertem Beteiligungskapital zu erwägen. Hier sind vor allem Business Angels und andere Privatinvestoren zu erwähnen, die über direkte oder stille Beteiligungen Eigenkapital an die Unternehmen transferieren können. Hintergrund dieser Investments sind häufig nicht nur rein finanzielle Ziele, sondern auch das Bedürfnis und die Bereitschaft dieser (oft ehemaligen) Unternehmer, ihr Know-how weiterzugeben. Meist ist das hier zu generierende Kapitalvolumen relativ gering. Diese Investoren können aber helfen, Finanzierungslücken zu schließen, von einem Expertengremium das Geschäftskonzept zu überprüfen, ein interessantes Netzwerk zu erschließen oder speziell für junge Unternehmer externes Management-Know-how günstig bereitzustellen. In unterschiedlichen Organisationen und Ebenen sind Business Angels zusammengefasst.

- für *Europa*: European Business Angels Network (*EBAN*)
- für *Deutschland*: Business Angels Netzwerk Deutschland e. V. (*BAND*)
- auf *Länderebene*: Business Angels Club Berlin e. V. (*BACB*), Business Angels Frankfurt Rhein Main e. V. (*BARM*) u. a.

4.3.3. Instrumente der Außenfinanzierung zur Fremdkapitalbeschaffung

4.3.3.1. Allgemeines

Jegliche Fremdmittel, die zur Finanzierung des Kaufpreises eingesetzt werden, müssen langfristig ausgelegt sein. Die Kapitalbindungsdauer sollte bei mindestens vier Jahren liegen. Zur reinen Kaufpreisfinanzierung ist eine Beschaffung kurzfristigen Fremdkapitals meist nicht notwendig, der Verschuldungsgrad sollte aber so gewählt sein, dass zusätzlich eine Kontokorrentlinie gewährt werden kann, um nach erfolgter Übernahme notwendige Betriebsmittel vorzufinanzieren, Anlaufinvestitionen tätigen zu können und ein notwendiges

Liquiditätspolster zu erhalten.

Langfristiges Fremdkapital durch Außenfinanzierung kann grundsätzlich aus zwei Quellen kommen: *Banken* und *öffentliche Hand*.

Mit diesem Kapital kann vor allem ein Leveraged Buy-Out (LBO) finanziert werden. LBOs treten hauptsächlich als Anteilserwerb (share deal), Vermögenserwerb (asset deal) oder Kombinationsmodell auf. Dabei beruht der LBO auf dem Prinzip der Hebelwirkung durch den Einsatz von Fremdkapital zur Steigerung der Eigenkapitalrentabilität. Der Fremdkapitalanteil liegt bei dieser Übernahmeform bei über 50% (vgl. Stadler 2000: 141). Die nachfolgend beschriebenen Instrumente können hierfür eingesetzt werden (vgl. Hölters 2002: 235ff).

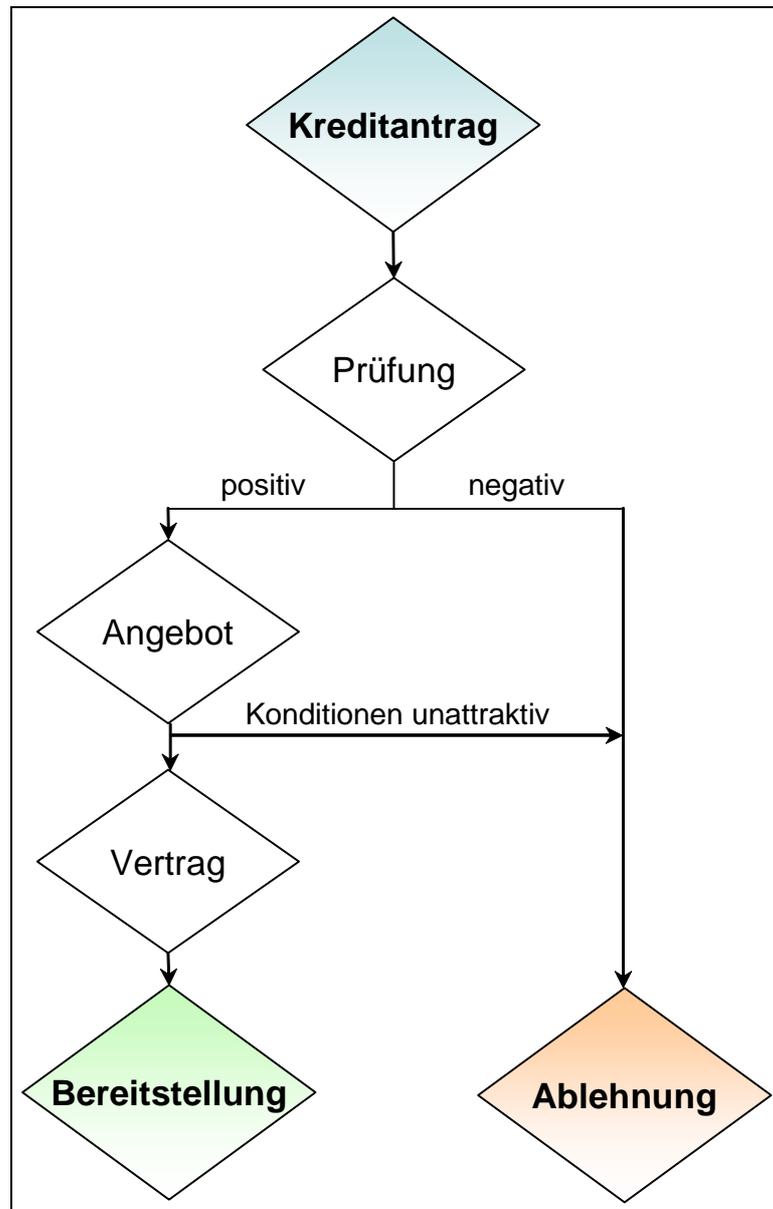
4.3.3.2. Langfristige Bankkredite

Kreditkapital von der Bank stellt für KMU nach wie vor eines der wichtigsten Finanzierungsinstrumente dar. Da natürliche Personen und Unternehmen, die nicht über eine bestimmte Rechtsform oder kritische Masse verfügen, nicht an Anleihen oder andere Finanzierungsinstrumente großer Unternehmen herankommen, sind sie auf diese Form der Kapitalaufnahme besonders stark angewiesen.

Dabei tat sich gerade in den letzten Jahren immer mehr das Problem der „Kreditklemme“ auf. Zum einen benötigen KMU die Kredite. Zum anderen bekommen sie aber von den Banken kein Kapital ausgereicht, wenn die notwendigen Sicherheiten nicht beigebracht werden können. Außerdem wurde die Risikopolitik der Banken immer restriktiver (vgl. Perridon/Steiner 2002: 420f).

Die beiden häufigsten Kreditarten sind langfristige Anlagekredite und Hypothekarkredite (vgl. Hölters 2002: 203).

Abbildung 11: Typisierter Ablauf eines Kreditvergabeverfahrens



Quelle: Eigene Darstellung.

Der langfristige Anlagenkredit wird zur Finanzierung von Aktiva, hier also einer Unternehmensbeteiligung, genutzt und ist als objektbezogener Kredit nur für diesen Zweck einsetzbar. Die Kreditsicherung erfolgt häufig mit dem zu erwerbenden Objekt. Geschäftsanteile werden allerdings von einer Bank immer seltener als Sicherheit akzeptiert. Wahrscheinlicher ist, dass Vermögenswerte des Käufers oder des Zielunternehmens zu der Besicherung hinzugezogen werden.

Hypothekarkredite werden zumeist als Annuitätendarlehen ausgereicht und sind mit Grundpfandrechten, wie Hypothek oder Grundschuld als dinglichen

Verwertungsrechten,¹⁹ gesichert.

Im Rahmen der Kreditwürdigkeitsprüfung werden die Kreditfähigkeit, die Kreditwürdigkeit und die Sicherheiten geprüft. Faktisch ist dies ab einer Summe von 250.000 € (vgl. § 18 KWG) mit erhöhten Anforderungen vorgeschrieben; die Kreditinstitute prüfen allerdings von Hause aus auch bei weit aus geringeren Summen.

Als Sicherheiten sind Grundpfandrechte die gängigste Form. Denkbar sind weiterhin Zession, Sicherungsübereignung, Sicherheiten an Rechten, Bürgschaften oder Garantien, um den Kaufpreis zu besichern.

Im speziellen für die Grundpfandrechte wird von den Kreditinstituten eine Bewertung der einzubringenden Sicherheiten vorgenommen, um deren Beleihungswert ermitteln zu können. Dafür ist je nach zu beleihendem Objekt der Sachwert, Ertragswert oder Verkehrswert das zentrale Kriterium.

4.3.3.3. Öffentliche Fördermittel

Die EU, der Bund, die Länder und Kommunen bieten Unternehmen, insbesondere KMU, eine Vielzahl öffentlicher Förderprogramme an, um Investitionen zu unterstützen. Diese öffentlichen Fördermittel lassen sich in die Bereiche Zuschüsse, Bürgschaften, Darlehen und Beteiligungen unterteilen. Unterschiede bestehen unter anderem hinsichtlich der Rückzahlbarkeit der Mittel, ihrer Stellung als Eigen- oder Fremdkapital und den Konditionen.

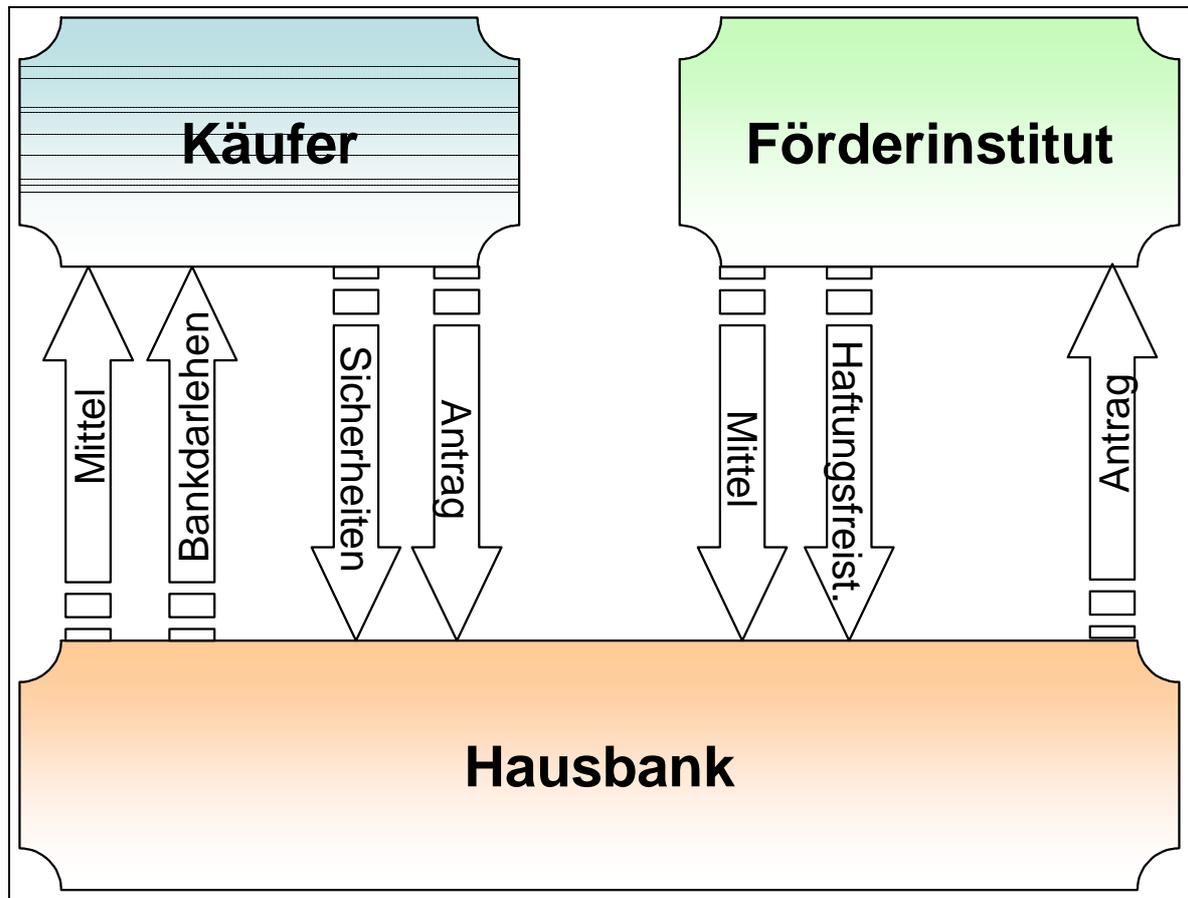
Die Wirtschaftsförderung erfolgt in Deutschland auf verschiedenen Ebenen. Solange es die wirtschaftspolitischen Ziele der jeweiligen Ebene zulassen, wird dabei nach dem Subsidiaritätsprinzip vorgegangen. Dies bedeutet, dass untergeordnete Ebenen Finanzmittel von übergeordneten Ebenen mit entsprechenden Vorgaben bereitgestellt bekommen, um diese dann in Eigenverantwortung, nach den entsprechenden Vorgaben, auszugeben.

Die Möglichkeiten der öffentlichen Förderung sind sehr vielfältig. Für einen Unternehmenskauf kommen in punkto Kaufpreisfinanzierung allerdings Zuschüsse kaum in Betracht. Für die Finanzierung bleiben somit Darlehen und Beteiligungen übrig. Mittels einer Bürgschaft kann die Kreditfähigkeit gesteigert werden, die sonst aufgrund zu geringer Sicherheiten nicht ausreichend wäre.

Insbesondere im Bereich Darlehen gibt es Unterstützung von öffentlichen Stellen. So vergeben hauptsächlich die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW-Mittelstandsbank) und die Landesförderbanken zins- und tilgungsgünstige Darlehen. Teilweise werden diese sogar haftungsfrei gewährt. Dabei gilt ausschließlich das Hausbankprinzip. Der Antragsteller muss als prüfende und durchleitende Stelle seine Hausbank einschalten. Über diese wird das Darlehen ausgereicht.

¹⁹ Für einen knappen aber guten Überblick vergleiche Reich/Schmitz (2000: 415ff).

Abbildung 12: Modell des Hausbankprinzips



Quelle: In Anlehnung an Felden (2003: 128).

Die am ehesten geeigneten Programme sind:

- Unternehmerkapital – ERP-Kapital für Gründung,²⁰
- Unternehmerkredit,²¹
- Unternehmerkapital – ERP-Kapital für Wachstum (nur Unternehmen),
- Unternehmerkapital – Kapital für Arbeit und Investitionen,
- StartGeld und
- Mikrodarlehen.

Zusätzlich hat die KfW-Mittelstandsbank eigene und vormals durch ihr jetziges Tochterunternehmen „Technologiebeteiligungsgesellschaft“ (tbg) aufgelegte Förderprogramme im Angebot, mit denen sie KMU durch Beteiligungen unterstützt. Die Förderung kann dabei über direkte Beteiligung oder aber auch über die Refinanzierung der Beteiligung privater Kapitalgeber erfolgen.

²⁰ Hierbei handelt es sich um das ehemalige EKH-Programm.

²¹ In diesem Programm wird in Kürze ein risikogerechtes Zinssystem eingeführt, welches auf einem Ratingsystem basiert; Vgl. dazu Newsletter 05/01 der 3C GmbH (www.3c-capital.de).

Bürgschaften für KMU werden vornehmlich durch die Bürgschaftsbanken oder die Bundesländer²² angeboten. Mit dem Programm Bürgschaftsprogramm bot auch die KfW-Mittelstandsbank Bürgschaften für langfristige Investitionskredite. Das Programm ist allerdings am 01.01.2005 ausgelaufen und derzeit ist keine Neuauflage geplant.

4.3.4. Vergleich ausgewählter Finanzierungsinstrumente

Tabelle 4: Instrumentenvergleich

Instrument Kriterium	Eigenmittel / thesaurierte Gewinne	MBG- Beteiligung (z. B. Schleswig- Holstein- Unterneh- mensfortfüh- rung)	ERP- Kapital für Gründung	Unterneh- merkredit	Bankkredit
Kapitalart /- herkunft	Eigenkapital aus erwirtschafteten Gewinnen durch Innenfinanzierung	Eigenkapital durch Außenfinanzierung	Fremdkapital durch Außenfinanzierung, aber mit Eigenkapitalcharakter, durch nachrangige Stellung (Mezzanine-Kapital)	Fremdkapital durch Außenfinanzierung	Fremdkapital durch Außenfinanzierung
Maximales Volumen	je nach Finanzkraft des Käufers	max. 1. Mio €	500.000 €	i. d. R. 5 Mio. €	je nach Bank, Käufer, Sicherheitenlage; quasi unbegrenzt

Quelle: Eigene Darstellung.

²² Hier übernimmt Price Waterhouse Coopers die Prüfung und Abwicklung.

Tabelle 4: Instrumentenvergleich (Fortsetzung)

Instrument Kriterium	Eigenmittel / thesaurierte Gewinne	MBG- Beteiligung (z. B. Schleswig- Holstein- Unterneh- mensfortfüh- rung)	ERP- Kapital für Gründung	Unterneh- merkredit	Bankkredit
Kosten	tatsächliche Kosten: 0 €, aber aufgrund der höchsten Risikostufe muss ein kalkulatorisc her Zins von >20% zugrunde gelegt werden	Beteiligungs- entgelt (rating- gestützt): freie Verein- barung Im Rahmen der ERP- Refinanzie- rung über die KfW darf Gesamtbe- lastung im Durchschnitt der verein- barten Betei- ligungsdauer 12% p. a. der Beteili- gungssumme nicht über- steigen. Ein Teil des Entgelts ist gewinnabhän- gig. Bearbei- tungsgebühr von 1.500 € bzw. maxim al 1,50% der Beteili- gungssum- me.	Tilgung: nach 7 Jah- ren in 16 gleich hohen halbjährli- chen Raten Zinsen 1. Jahr: 0% Zinsen 2. Jahr: 3% Zinsen 3. Jahr: 4% Zinsen 4. Jahr: 5% Zinsen no- minal: 5,25% / 5,50% Zinsen ef- fektiv: 5,84% / 5,98% (NBL / ABL) Garantieent- gelt: 1% p. a. des jeweils valutieren- den Kredites	je nach aktu- ell geltenden Konditionen und Rating- Klasse Stand Febru- ar 2005: nominal: 3,2 – 4,7 % effektiv: 3,99 – 5,11 %	je nach Kondi- tionen im Be- reich zwischen 8-12 %

Quelle: Eigene Darstellung.

Tabelle 4: Instrumentenvergleich (Fortsetzung)

Instrument Kriterium	Eigenmittel / thesaurierte Gewinne	MBG- Beteiligung (z. B. Schleswig- Holstein- Unterneh- mensfortfüh- rung)	ERP- Kapital für Gründung	Unterneh- merkredit	Bankkredit
Fristigkeit	unbegrenzt	10 Jahre	15 Jahre o- der bis Vollendung des 70. Le- bensjahres des Antragstel- lers	i. d. R. 10 Jahre, endfällige Darlehen auch 12 Jahre	je nach Darle- hen und Art feste Laufzeit häufig im Be- reich 5 – 10 Jahre
Tilgungsfrei- heit	-	Rückzahlung bei Exit	7 Jahre	höchstens 2 Jahre	Verhandlungs- sache, erhöht aller- dings häufig den Zins
Sicherheiten	-	selbst- schuldneri- sche Bürgschaft der Gesell- schafter	persönliche Haftung des Antragstel- lers	bankübliche Sicherheiten; meistens dinglich oder Bürgschaft	bankübliche Sicherheiten; meistens ding- lich oder Bürgschaft
Auszahlungs- höhe	100 %	100 %	96 %	96 %	häufig mit Di- sagio im Bereich 5 %
Berechtigter	Inhaber der Vermö- genswerte (Unterneh- men oder natürliche Person)	Unterneh- men (z. B. NewCo)	natürliche Person mit Hauptwohn- sitz im In- land	natürliche und juristi- sche Personen	natürliche Per- son

Quelle: Eigene Darstellung.

Tabelle 4: Instrumentenvergleich (Fortsetzung)

Instrument Kriterium	Eigenmittel / thesaurierte Gewinne	MBG- Beteiligung (z. B. Schleswig- Holstein- Unterneh- mensfortfüh- rung)	ERP- Kapital für Gründung	Unterneh- merkredit	Bankkredit
Zinsbindungs- frist	-		10 Jahre	volle Lauf- zeit bei end- fälligen Darlehen, ansonsten als Kann-Option	je nach Darle- hen
Besonderhei- ten	-	je nach Bun- desland kön- nen die Pro- gramme abweichen	-	Da häufig bei KMU und de- ren Übernehmern keine besi- cherungswürdigen Aktiva vorhanden sind, muss als Si- cherheit eine Bürgschaft (z. B. von der Bürgschaftsbank) beantragt werden.	

Quelle: Eigene Darstellung.

4.3.5. Zweckorientierte Wahl der Finanzierungsinstrumente

Für die Kaufpreisfinanzierung im Rahmen einer externen Nachfolge ist davon auszugehen, dass der Einsatz eines Finanzierungsmixes, also einer sinnvollen Kombination der angesprochenen Instrumente, unabdingbar ist. Kaum ein Käufer wird in der Lage sein, einen Unternehmenskauf vollständig mit Eigenmitteln zu decken. Unter Umständen kann dies bei einem Kostenvergleich genauso wenig sinnvoll sein. Daher muss eine Auswahl der Finanzierungsinstrumente erfolgen. Diese sollte stets für den jeweiligen Käufer persönlich erfolgen.

Es lassen sich verschiedene Kriterien (vgl. Hölters 2002: 244-248) finden, die diesem Prozess bestimmte Leitlinien geben.

4.3.5.1. Volumina der Finanzierung

Das benötigte Finanzvolumen sollte so gestaltet sein, dass es in einem gesunden Verhältnis zum wirtschaftlichen Leistungsvermögen des Käufers und des zu erwerbenden Unternehmens steht.

Handelt es sich bei dem Käufer um eine Gesellschaft, können beispielswei-

se Bilanzrelationen zum Einsatz kommen. Die Ausstattung mit Eigenkapital betrifft jede Art von Käufer. Im Vergleich zum vorhandenen Eigenkapital sollte bezüglich des zu finanzierenden Kaufpreises ein rationelles Verhältnis gewahrt bleiben. Grenzen des Finanzierungsvolumens können weiterhin durch die Gesamtkapitalrentabilität sowie die Möglichkeit der Bedienung und Rückführung des aufgenommenen Kapitals gesetzt werden. Schließlich ist der Wert von Sicherheiten von großer Bedeutung für die Möglichkeit der Beschaffung von Fremdkapital.

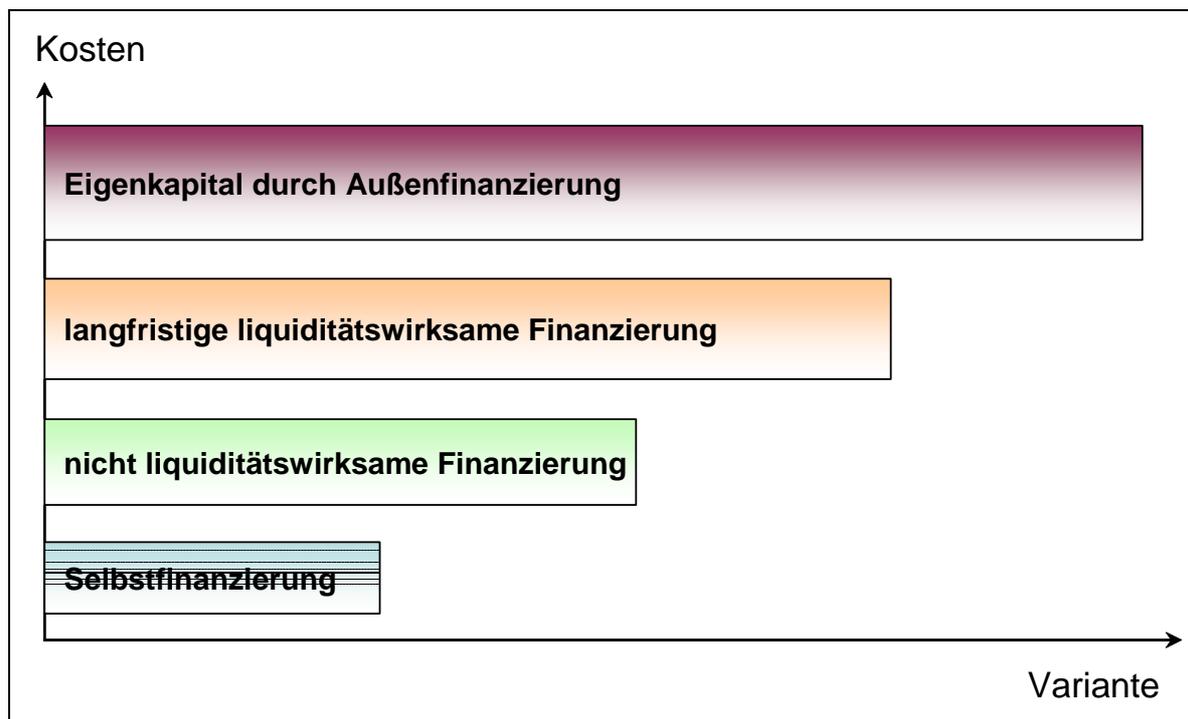
4.3.5.2. Finanzierungskosten

Die Kosten, die ein bestimmtes Finanzierungsinstrument verursachen kann, lassen sich hinsichtlich dreier Merkmale unterscheiden:

- Fremdleistungskosten,
- Nutzungskosten und
- Steuern (Hölters 2002: 245).

Zu den Fremdleistungskosten zählen im Wesentlichen einmalige Kosten, die mit der Kapitalbeschaffung verbunden sind. Das können Notarkosten für die Eintragung bestimmter Sicherheiten, Beraterhonorare oder Bearbeitungsgebühren sein. Nutzungskosten drücken sich hauptsächlich in Zinszahlung aus. Ertragsabhängige Steuern wie Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer sind ein weiterer erheblicher Kostenfaktor. So können Zinszahlungen, wenn sie betriebsnotwendig sind, als Betriebsausgaben steuerlich geltend gemacht werden. Im Allgemeinen ist daher von den tatsächlichen Kosten her eine Selbstfinanzierung die günstigste Alternative, die Beschaffung von Eigenkapital im Wege der Außenfinanzierung die teuerste Variante.

Abbildung 13: Tatsächliche Kosten der Kapitalbeschaffung



Quelle: Eigene Darstellung.

4.3.5.3. Temporäre Verfügbarkeit der Finanzierung

Grundsätzlich sind in Bezug auf die Finanzierung und die dafür zu verwendenden Instrumente zwei Fragen von herausragender Bedeutung.

- Wann ist das Finanzierungsinstrument bereitgestellt?
- Wie lange ist das Finanzierungsinstrument verfügbar?

In Bezug auf die Finanzierung muss je nach Instrument mit einer gewissen Verzögerungszeit gerechnet werden. Es wird stets Zeit benötigt, um die Finanzmittel zu beschaffen. Im Falle von Fremdkapital kann dies relativ kurzfristig erfolgen. Ein Bankkredit kann je nach Volumen in drei bis vier Wochen beschafft werden. Andere Instrumente sind allerdings weitaus langfristiger angelegt. Diese Verzögerungszeit muss in die Planung eingehen.

Weiterhin muss geklärt sein, wie lange das Kapital aus dem jeweiligen Finanzierungsinstrument zur Verfügung steht und ob dies ausreichend ist. In diesem Zusammenhang ist auf die Fristenkongruenz zu achten (vgl. Perriodon/Steiner 2002: 550f). Kapitalbindungsdauer und Kapitalüberlassungsdauer müssen weitestgehend übereinstimmen, da es sonst zu Über- oder Unterfinanzierung kommen kann.

4.3.5.4. Verschuldungsgrad

Der Verschuldungsgrad in der engen Fassung bezeichnet das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (vgl. Vollmuth 2002: 58). Er kann als Indikator dafür fungieren, wie hoch die Möglichkeit einer weiteren Aufnahme von Fremdkapital ist. Übertragen auf den Kauf von Unternehmen kann er eine Ist-Analyse des Käufers liefern und zeigen, welche Instrumente weiterhin genutzt werden können. Ist der Käufer bereits hoch verschuldet, schränken sich die Möglichkeiten einer weiteren Fremdkapitalaufnahme zusehends ein. Es muss daher anders finanziert werden. Wird das Zielunternehmen mit in die Betrachtung einbezogen, kann der Fokus durch den dynamischen Verschuldungsgrad erweitert werden (vgl. Hölters 2002: 247; Vollmuth 2002: 69). Das Fremdkapital wird mit dem Cash-flow ins Verhältnis gesetzt. Aus dem dynamischen Cash-flow lässt sich die Entschuldungskraft des Käufers ablesen. Es wird also ermittelt, inwieweit die Schulden aus dem Cash-flow getilgt werden können.

4.3.5.5. Sicherheiten

Der Einsatz von Sicherheiten ist im Wesentlichen bei der Fremdfinanzierung, insbesondere bei der Finanzierung mittels Krediten, von Bedeutung. Hier ist vor allem die Beleihungsgrenze zu beachten, wenn Kapital von der Bank geliehen werden soll. Möglich ist der Einsatz von Personensicherheiten (z. B. Bürgschaft) oder Sachsicherheiten wie der Hypothek, um das aufgenommene Fremdkapital zu besichern.

4.4. *Finanzierungsmodelle*

4.4.1. Allgemeines

Finanzierungsmodelle stellen möglichst realitätsnahe Lösungen für die Finanzierungsmixproblematik dar. Für jede Kaufsituation müssen neue Konzepte gefunden werden, denn eine „Lösung von der Stange“ ist häufig suboptimal. Dabei muss die wirtschaftliche Kraft des Käufers, dessen Eigenkapital, seine Ziele, Wünsche und anderes mehr in die Konzeption einfließen.

Bei den nachfolgenden Betrachtungen handelt es sich um „ceteris-paribus“-Modelle. Es wird also nur die reine Kaufpreisfinanzierung betrachtet, andere Komponenten sind bewusst ausgeblendet. Dass dies nicht völlig korrekt ist, liegt auf der Hand, ist aber für die hier abzuhandelnde Problematik sachdienlich. Trotzdem sei gesagt, dass bei der Finanzierungs Betrachtung im Rahmen eines Unternehmenskaufes weitaus mehr Elemente in Zusammenhang stehen. Die beste Kaufpreisfinanzierung ist sinnlos, wenn der Käufer dringende Investitionen nicht vornehmen kann, nicht genug Kapital für die Zahlung von Steu-

ern, Versicherungen, Gehältern oder das private Auskommen übrig bleibt. Ein notwendigerweise vorher aufzustellender Businessplan betrachtet daher das gesamte Vorhaben, enthält Ziele und Wünsche des Käufers und spiegelt dessen Vision wider. Er ist das vorgegebene Leitwerk, an dem sich die Finanzierung orientieren muss. Der Kaufpreis ist hier zwar der „primus inter pares“, aber eben nur eines von mehreren Elementen.

Wichtig für den Bereich öffentliche Finanzierung ist, dass in der Regel eine Förderung von mehr als 75 % mit öffentlichen Mitteln nicht möglich ist. Hier muss entweder eine Einbeziehung von Eigenmitteln, nicht öffentlichem Beteiligungskapital oder Bankkrediten erfolgen.

Der Aufbau der Modelle, die ausdrücklich als Beispiele konzipiert sind, erfolgt nicht aufgrund der Volumina der eingesetzten Instrumente, sondern geht von Fremdkapital in der untersten Ebene zu Eigenkapital in der höchsten Ebene²³.

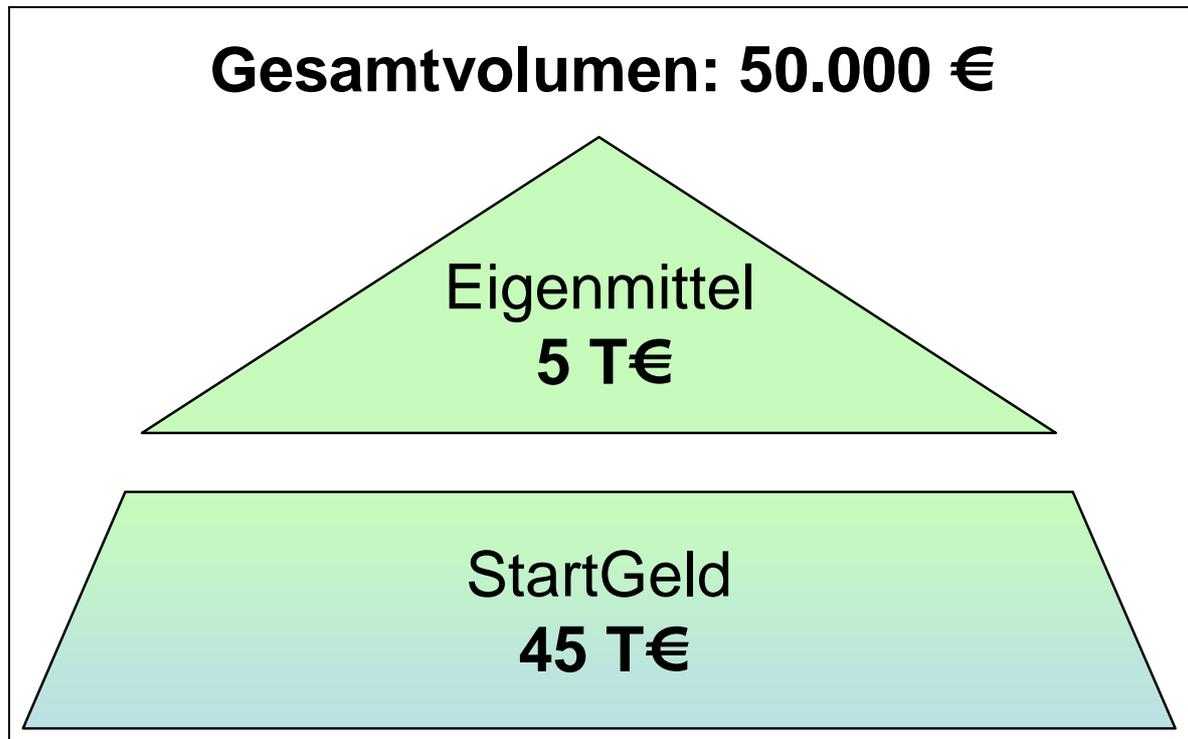
4.4.2. Modell 1 – Geringe Volumina

Das nachfolgende Modell ist geeignet, ein Kleinstunternehmen, beispielsweise ein Ingenieurbüro, Kurierdienst, Imbiss oder ähnliche Ein-Mann-Betriebe zu übernehmen. Dies kommt im Wesentlichen für Unternehmer in Frage, die über sehr geringe Mittel und keine Sicherheiten verfügen.

Der Kaufpreis soll 50.000 € betragen. Damit erwirbt der Käufer das Unternehmen komplett.

²³ Dabei sind die Elemente mit Fremdkapitalcharakter blau eingefärbt, jene mit Eigenkapitalcharakter grün und Mezzanine Finanzierungsinstrumente grünblau.

Abbildung 14: Kaufpreisfinanzierungsmodell für ein Kleinstunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung.

Der Berechtigte bezüglich der Mittel ist in diesem Modell der Nachfolger als natürliche Person. Von dem gesamten Kaufpreis werden 5.000 € aus Eigenmitteln dargestellt. Die restlichen 45.000 € werden aus dem KfW-Programm „StartGeld“ gespeist. Der Charme dieses Programms ist im Wesentlichen die 80 %-ige Haftungsfreistellung, welche die KfW-Mittelstandsbank der durchleitenden Hausbank gewährt. Es kann bis zu zwei Jahren tilgungsfrei gewährt werden. Die Laufzeit beträgt maximal zehn Jahre und die Tilgung wird in gleich hohen, halbjährlichen Raten vorgenommen. Der Zinssatz liegt mit Stand Januar 2005 bei nominalen 6,90 % und effektiven 7,96 %. Eine selbstschuldnerische Bürgschaft des Kapitalnehmers ist allerdings unerlässlich.

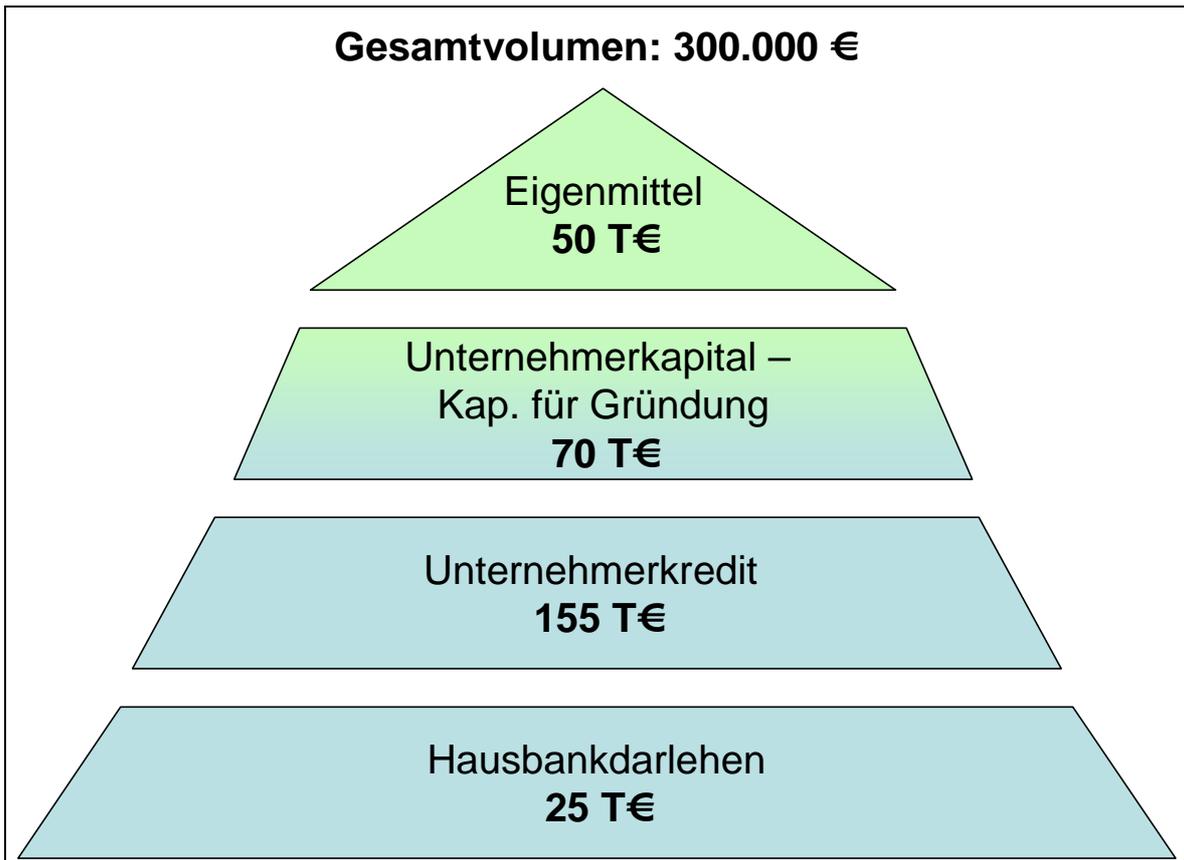
Die Finanzierung ist somit auch für Unternehmer möglich, die bei einer Bank kaum Chancen auf einen Kredit hätten und die Laufzeit ist ebenfalls ausreichend für einen Unternehmenskauf.

4.4.3. Modell 2 – Mittlere Volumina

In diesem Modell wird ebenfalls von einem Käufer als natürlicher Person ausgegangen, der das Unternehmen zu einem Preis von 300 T€ erwirbt. Der Käufer kann Eigenmittel mit einem Volumen von 50 T€ beibringen. Er wird als Alleingesellschafter tätig und übernimmt sofort sämtliche Anteile. Mezzanine-Kapital wird mittels des Kapitals für Gründung in Höhe von 70 T€ zur Verfü-

gung gestellt. Bei der Hausbank müssen weitere 25 T€ aufgenommen werden, um die Forderung einer nicht-öffentlichen Förderung von mindestens 25 % einzuhalten²⁴ Letztlich kommt der Unternehmerkredit mit 155 T€ zum Einsatz. Zur Besicherung des Unternehmerkredites und des Hausbankdarlehens kommt eine Bürgschaft der jeweiligen Bürgschaftsbank zum Tragen.

Abbildung 15: Kaufpreisfinanzierungsmodell für mittlere Volumina



Quelle: Eigene Darstellung.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass eine Finanzierung in diesem Preisbereich mit am schwierigsten ist. Viele kleinere oder größere Deals²⁵ verursachen im Verhältnis weit weniger Kosten und sind schneller möglich. Hier ist mit knapp 17 % der Anteil der Eigenmittel auch am höchsten.

4.4.4. Modell 3 – Hohe Volumina

Grundannahme dieses Modells ist ein Finanzierungsbedarf von 2.500 T€. Als Käufer treten zwei Unternehmer auf, die eine NewCo. gründen und mittels dieser das Unternehmen kaufen. Der Kauf eines Unternehmens durch ein Un-

²⁴ 50T€ EK und 25 T€ Bankdarlehen.

²⁵ Vgl. Modell 1 und Modell 3 dieses Abschnittes

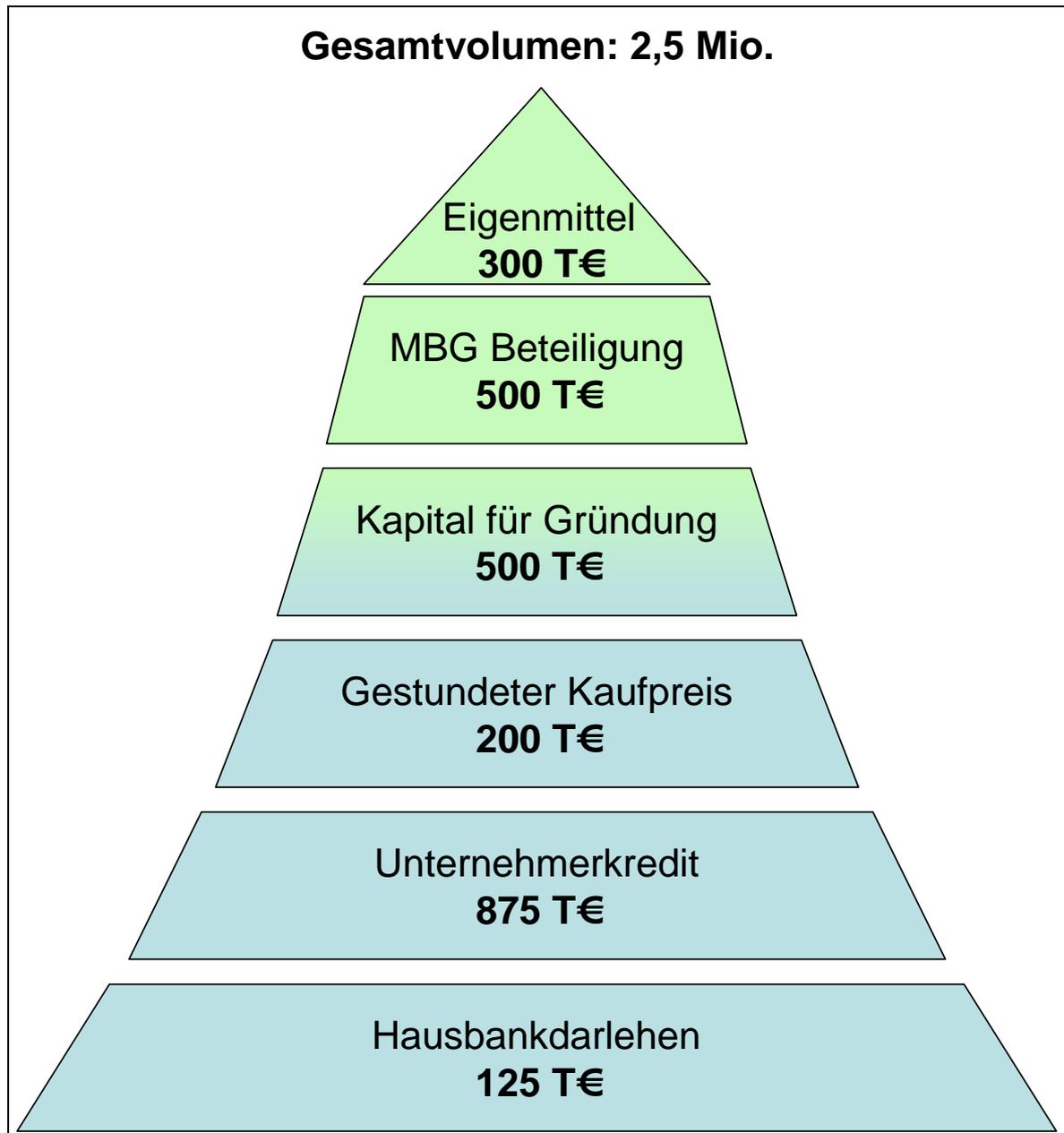
ternehmen ist essentiell, da sonst kein Beteiligungskapital eingebunden werden könnte. Die NewCo. hat somit drei Gesellschafter, deren Anteile am haftenden Kapital sich wie folgt aufteilen könnten:

- Gesellschafter 1 erhält 40 %,
- Gesellschafter 2 erhält 40 % und
- die MBG erhält 20 %.

Die Eigenmittel in Höhe von 300 T€ werden jeweils hälftig von den beiden Gesellschaftern erbracht. Die MBG beteiligt sich mit 500 T€ als stiller Gesellschafter. Als nicht liquides Finanzierungsmittel lässt der Verkäufer 200 T€ von dem Kaufpreis stehen. Die Stundung ist begrenzt und muss vergütet werden, sie schließt allerdings zunächst Finanzierungslücken. Für die Stundung wird ein vollständiger Fremdkapitalcharakter unterstellt. Dies ist von den getroffenen Absprachen abhängig. Ist die Dauer der Stundung offen, wird keine Vergütung gefordert oder keine Besicherung (wie in den meisten Fällen) vorgenommen, kann auch von einem mezzaninen Charakter ausgegangen werden. Aus dem Programm Unternehmerkapital – Kapital für Gründung werden bei den Gesellschaftern je 250 T€ bereitgestellt. Hierdurch kann langfristig Mezzanine-Kapital generiert werden. Das Programm wird von der KfW-Mittelstandsbank angeboten und es kann Fremdkapital bis zu einer Höhe von 5 Mio. € zinsgünstig beantragt werden.

Ein Hausbankkredit muss in einer Höhe von 125 T€ aufgenommen werden, um die Forderung einer 25 %-igen nicht öffentlichen Finanzierung erfüllen zu können. Der Kredit von der Hausbank wie auch der Unternehmerkredit der KfW müssen besichert werden. Es wird unterstellt, dass die Käufer keine Sicherheiten beibringen können, daher wird eine Bürgschaft des Landes in Anspruch genommen. Für diese Bürgschaft müssen die Käufer zwar eine selbstschuldnerische Bürgschaft abgeben, sie können aber somit die banküblichen Sicherheiten darstellen.

Abbildung 16: Kaufpreisfinanzierungsmodell für hohe Volumina



Quelle: Eigene Darstellung.

Das Interessante ist, dass an diesem Modell sehr schön der Hebel darstellbar ist, mit dem das Eigenkapital weiteres Kapital generieren kann. Das generierte Kapital übersteigt das eingesetzte Kapital der Unternehmer um mehr als das 8,3-fache. Der Anteil der eingesetzten Eigenmittel beträgt hier nur 12 %.

4.5. Resümee

Die Palette der heute für eine Kaufpreisfinanzierung einsetzbaren Instrumente ist weit größer, als noch vor wenigen Jahren. So steht auch dem potenziellen

Käufer eines KMU eine Vielzahl von Instrumenten zur Verfügung, deren Einsatz sich entsprechend der jeweiligen Käufersituation gestaltet. Die Annahme einer unmöglichen Finanzierungssituation im Bereich der KMU findet sich somit nicht bestätigt. Ein erhöhter Schwierigkeitsgrad bei der Finanzierung von KMU lässt sich jedoch nicht leugnen. Allerdings muss auch festgehalten werden, dass für börsennotierte, große Gesellschaften völlig unterschiedliche Möglichkeiten der Finanzierung bestehen, andere aber auch entfallen.

Ein hochinteressantes Instrument sind nach wie vor öffentliche Fördermittel, insbesondere Darlehen und Beteiligungen, die durch Modernisierungen einem stetigen, zeitadäquaten Wandel unterliegen. In den nicht-mezzaninen Programmen hat die KfW-Mittelstandsbank nun erstmals ein risikoangepasstes Zinssystem eingeführt, das Unternehmen die faire Möglichkeit einräumt durch Verbesserungen im Bereich des Finanzmanagements, des Rechnungswesens oder des Controllings in eine gute Ratingklasse eingestuft zu werden, wodurch im Gegenzug Fremdkapital günstiger zur Verfügung steht.

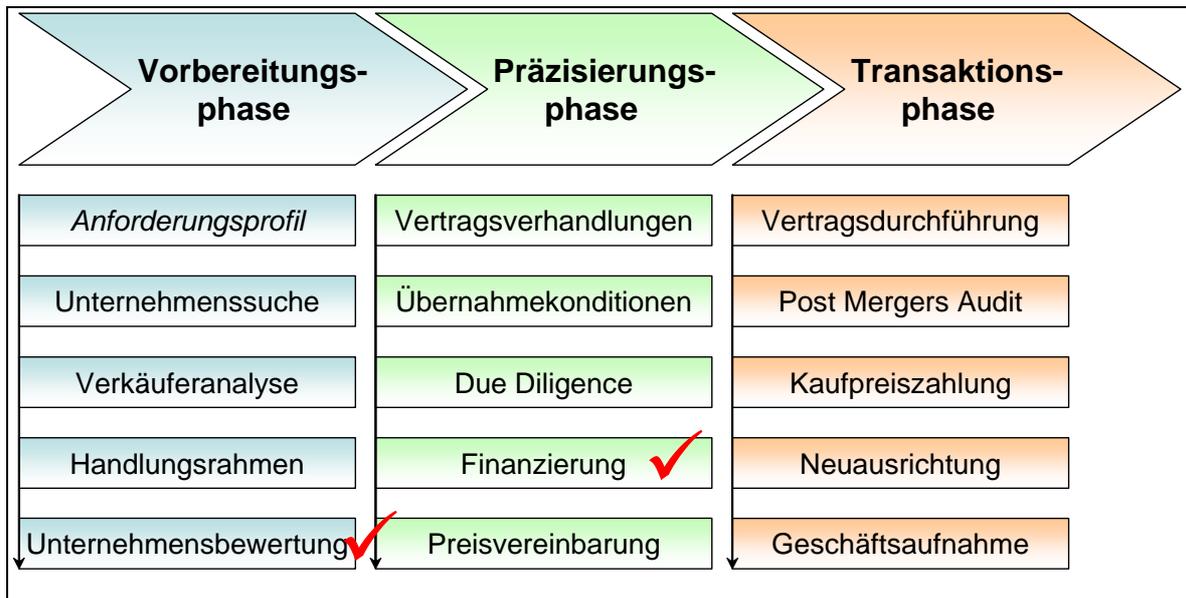
Gerade der Mittelstand und ebenso die Kleinunternehmen kranken an der in Deutschland immer noch bedenklich niedrigen Eigenkapitalquote. Mit durchschnittlich rund 15 % Eigenkapital halten deutsche Unternehmen im innereuropäischen Vergleich, aber auch in Relation zu Nordamerika, noch immer die „rote Laterne“. Dieser Entwicklung kann durch den Einsatz von Private Equity und Mezzanine-Kapital durchaus entgegengewirkt werden.

5. Klärungsbedürftige Punkte

Wie eingangs bereits dargestellt, war es nicht das Ziel der Arbeit, den Gesamtprozess eines Unternehmenskaufs vollumfänglich zu erläutern. Dies wäre innerhalb des hier avisierten Umfangs nicht möglich gewesen. Der Schwerpunkt lag bei den Themenkreisen Unternehmensbewertung und Finanzierung. Dies erfolgte ebenfalls mit einer Vielzahl an Vereinfachungen und zudem vorwiegend aus Käufersicht.

In jeder der einzelnen Phasen bleibt eine Vielzahl von Problemen ungelöst, eine Menge Fragen unbeantwortet. Dabei werden die unterschiedlichsten akademischen Fachgebiete berührt.

Abbildung 17: Phasenmodell mit offenen Punkten



Quelle: Eigene Darstellung.

Bezüglich der *Vorbereitungsphase* bleibt der Punkt des Matchings respektive der Unternehmenssuche weitgehend unbeantwortet. Der Prozess, wie ein Käufer das zu ihm passende Unternehmen findet oder ein Verkäufer den für ihn passenden Nachfolger, ist kompliziert, vielschichtig und wenig standardisiert. Mit der Einführung von Nachfolgebörsen wird seitens der Wirtschaftspolitik versucht diesen Problemen entgegenzutreten und Lösungen zu offerieren. Hier muss auch von den Verbänden eine bessere Unterstützung geleistet werden, damit die Vereinheitlichung bei der Suche ein höheres Maß erreicht. So ergibt beispielsweise eine Suche in der Nexxt-Datenbank auch Treffer bei Chance-Change. Diese Zusammenarbeit sollte ebenso auf die Datenbestände der IHK, eventuell auch die der Agentur für Arbeit und ähnlicher Institutionen ausgeweitet werden.

An dieser Stelle bleibt somit viel zu tun und Veränderungen sind wünschenswert. Dafür ist ein entschlossenes Handeln allen Beteiligten notwendig.

Im Rahmen der *Präzisionsphase* sind als wichtige Punkte die Vertragsverhandlung mit der sich daraus ergebenden Preisfindung sowie die Due Diligence offen geblieben. Zur Due Diligence ist bereits umfangreiche Literatur vorhanden, es ergeben sich aber auch hier spezielle Probleme die den spezifischen Charakteristika von KMU geschuldet sind. Eine Due Diligence, wie sie bei einem börsennotierten Großkonzern durchgeführt wird, kann nicht in selbem Maße für ein mittelständisches Unternehmen adaptiert werden. Hier muss gerade der Käufer eine gute Kosten-Nutzen-Analyse durchführen. Die „Augen zu und durch“-Taktik, wie sie vor allem von einem Großteil der privaten KMU-Käufer praktiziert wird, ist zumeist aber nicht zweckdienlich und es

empfiehlt sich schon, die „Braut“ genauer anzuschauen, auch wenn sie festlich geschmückt ist. Ein weiterer Punkt, der ausgelassen wurde, ist die o.g. Vertragsverhandlung. Bis es zu der eigentlichen Preisverhandlung kommt und die endgültigen Klauseln des Kaufvertrages fixiert sind, bedarf es oft zäher Verhandlungen, in denen jede Seite auf die Maximierung des eigenen Vorteils bedacht ist. Hier kann durch gute Vorbereitung, Erfahrung und Wissen sowie Glück und einen etwas größeren Ellenbogen als der des Verhandlungsgegners ein teilweise nicht unerheblicher Vorteil herausgeholt werden. Insbesondere bei Familienbetrieben ist jedoch viel Fingerspitzengefühl gefragt, da der Alt-eigentümer durch seine langjährige Bindung zum Betrieb oft mit seinem ganzen Herzen daran hängt.

In der *Transaktionsphase* ist vor allem die Geschäftsaufnahme interessant und sollte näher betrachtet werden. Der Nachfolger ist hier angehalten, sein Handeln und die Betriebsentwicklung häufig zu kontrollieren. Ein steter Abgleich zwischen dem vorher entwickelten Businessplan und der Realität sichert das frühzeitige Erkennen von Fehlentwicklungen und ermöglicht eine Korrektur ohne größere Schäden. Hier sei vor allem auf die strategischen und operativen Instrumente des Risikomanagements hingewiesen, die an dieser Stelle äußerst gute Dienste leisten können. Ein Vertragscontrolling kann eine korrekte Durchführung der vereinbarten Verträge ermöglichen. Hier kann zudem ein Post Mergers Audit helfen, eventuelle Ansprüche des Käufers aus der Verletzung von Vertragspflichten durch den Verkäufer zu ermitteln.

6. Zusammenfassung und Fazit

6.1. Zusammenfassung

Die externe Nachfolge schreitet voran und nimmt immer mehr Raum im Rahmen der Nachfolgeregelungen in Deutschland ein. Diese Entwicklung geht insbesondere an den KMU nicht vorbei, denn Headline-Deals und spektakuläre Nachfolgen wie bei Kamps (Bäckereikette), Geobra Brandstätter GmbH & Co. KG (Playmobil) oder Würth (Schraubenhersteller) sind eher die Ausnahme und KMU bilden mit einem Anteil von 90% an allen Unternehmen das starke Rückgrat der deutschen Wirtschaft. Daher müssen es sich alle, die mit diesen Unternehmen zu tun haben, zur Aufgabe machen, ein größeres Bewusstsein für die Problematik zu schaffen, zu sensibilisieren, aber auch Lösungen aufzuzeigen.

Dabei trifft auch Unternehmensberatungen, gerade im Hinblick auf die betriebswirtschaftliche Beratung, ein hohes Maß an Verantwortung, damit dieses Rückgrat weiterhin fest und aufrecht bleibt.

Bewertung und Finanzierung – diese beiden Schwerpunkte können und sollten gemeinsam und in Verbindung zueinander betrachtet werden. Grundlage der Bewertung ist der Wert, Grundlage der Finanzierung ist der Preis. Wert

und Preis sind allerdings schwer voneinander zu trennen und dies ist im Bewusstsein vieler noch nicht verankert. Vorgaben für die Finanzierung ergeben sich somit aus der Bewertung, denn sie liefert die „Munition“ für das Verhandlungsgespräch, das wiederum für die Preisfindung ausschlaggebend ist.

Ein weiteres Problem, gerade im Zusammenspiel von Bewertung und Finanzierung, ist, dass hier eine „Schere“ zwischen dem Wert des Unternehmens und dem finanzierbaren Preis entstanden ist. Fremdkapital wird dem Käufer vielfach nur unzureichend oder gar nicht zur Verfügung gestellt, und Eigenkapital ist nicht vorhanden bzw. kann im Wege der Außenfinanzierung erst ab einer bestimmten Größenordnung aufgebracht werden. Selbst wenn Käufer und Verkäufer bezüglich eines Unternehmenswertes d'accord sind, heißt dies noch lange nicht, dass dieser Kaufpreis finanziert werden kann.

Öffentliche Finanzierung als Teil der Wirtschaftsförderung wird gezielt als Steuerungsinstrument eingesetzt. Die wirtschaftspolitische Stärkung von KMU erfolgt vorwiegend durch die Vergabe subventionierter Darlehen. Dadurch werden gezielt Unternehmensgründung und -wachstum gefördert um den „Job- und Innovationsmotor“ KMU am Laufen zu halten.

Bei Private Equity als Finanzierungsform sind die unterschiedlichen Interessen der Private Equity-Geber und der Private Equity-Nehmer zu beachten. Für einen Unternehmensnachfolger ist Private Equity eine Möglichkeit, sich langfristig zu finanzieren und trotzdem, durch den Eigenkapitalstatus, einen guten Kreditspielraum zu behalten, der sich positiv auf mögliche Anschlussfinanzierungen auswirken kann. Für die Investoren bietet sich die Möglichkeit, sich mittel- oder unmittelbar für eine bestimmte Zeit an interessanten Unternehmen zu beteiligen. Der Beteiligung am potenziellen Wachstum steht als überdurchschnittlich hohe Renditemöglichkeit allerdings auch ein überdurchschnittlich hohes Risiko gegenüber. Zudem müssen die relativ hohen Transaktionskosten bei der Prüfung und während der laufenden Beteiligung beachtet werden.

6.2. Fazit

Auch für KMU ist es möglich, durch vereinfachte Methoden zu einer Bewertung zu kommen, die wissenschaftlich fundierter als die vielfach verbreiteten Praktikerverfahren, stärker auf die Bedürfnisse von KMU ausgerichtet und zudem relativ kostengünstig sind. Ein starker Partner kann hier der Unternehmensberater sein, der durch Erfahrung und Know-how während des Kaufprozesses Unterstützung leisten kann. Denn eine erfolgreiche Nachfolgeregelung ist im Sinne aller Beteiligten. Weiterhin wurde gezeigt, dass es möglich ist, einen Unternehmenskauf zu finanzieren, und auch natürliche Personen mit einem relativ geringen Einsatz an Eigenmitteln hier gute Ergebnisse erreichen können. Wichtig sind in diesem Zusammenhang immer wieder öffentliche Fördergelder und zunehmend auch Private Equity.

Literaturverzeichnis

- Anderer**, Tatjana (Hrsg.) (2005): FYB Financial Yearbook Germany: Private Equity – Alternative Finanzierungsformen, 2. Aufl., [Eigenverlag] München 2005.
- BDO Deutsche Warentreuhand AG** (Hrsg.) (2004): Studie zur Unternehmensnachfolge, [BDO Deutsche Warentreuhand AG] Hamburg 2004.
- BDU e. V.** (Hrsg.) (2001): Unternehmensnachfolge, [BDU] Bonn 2001.
- Behringer**, Stefan (2002): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe, 2. Aufl. [Erich Schmidt Verlag] Berlin 2002.
- Berens**, Wolfgang/**Strauch**, Joachim (Hrsg.) (2002): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 3. Aufl., [Schäffer- Poeschel Verlag] Stuttgart 2002.
- BMWA/KfW-Mittelstandsbank** (Hrsg.) (2004): Nexxt – Initiative Unternehmensnachfolge: Unternehmensnachfolge – Die optimale Planung, [BMWA/KfW-Mittelstandsbank] Berlin 2004.
- Börsig**, Clemens/**Coenenberg**, Adolf G. (2003): Bewertung von Unternehmen – Strategie, Markt, Risiko, [Schäffer-Poeschel Verlag] Stuttgart 2003.
- Breuer**, Wolfgang (1998): Unternehmensnachfolge: Der richtige Zeitpunkt – optimale Nachfolgeplanung, 2. Auflage [Bundesministerium für Wirtschaft] Bonn 1998.
- Deutscher Industrie- und Handelstag** (Hrsg.) (2000): Unternehmensnachfolge: Informationen für Nachfolger und Senior-Unternehmer, [Deutscher Industrie- und Handelstag] Berlin 2000.
- Döhle**, Patricia/**Papenick**, Ulric (2002): Teure Lektion, in: Manager Magazin v. 25.02. 2002. Download am 03.01.05 um 10.00 Uhr von: <http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,181892,00.html>.
- Externbrink**, Holger/**Wittrock**, Olaf (2004): Wer kauft den deutschen Mittelstand?, in: Impulse v. März 2004, S. 15 – 22.
- Felden**, Birgit/**Klaus**, Annetkatrin (2003): Unternehmensnachfolge, [Schäffer-Poeschel Verlag] Stuttgart 2003.
- Felger**, Ulrike (2004): Gute Planung erspart das Russische Roulette, in: proFirma v. Februar 2004, S. 34 – 37.
- Gruner + Jahr AG & Co KG/WirtschaftsPresse/Impulse** (Hrsg.) (2004): MIND – Mittelstand in Deutschland – Mind 03. Studie 2004, [Gruner + Jahr] Köln 2004.
- Hohmann**, Bruno (2003): Nachfolgeregelungen durch Beteiligungsgesellschaften, in: Venture Capital Magazin v. März 2003, S. 20.
- Hölters**, Wolfgang (Hrsg.) (2002): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 5. Aufl., [Verlag Dr. Otto Schmidt] Köln 2002.
<http://www.bvk-ev.de>.
<http://www.kfw-mittelstandsbank.de>.
<http://www.privateequity.de/private.html>.
- Hülsbömer**, André (2001): Was ist mein Unternehmen wert?, in: Finance v. Mai 2001, S. 42 – 44.
- IDW – Institut deutscher Wirtschaftsprüfer** (Hrsg.) (2000): IDW Standard: Grundsätze

- zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), [IdW-Verlag] Düsseldorf 2000.
- Keller**, Michael (2004a): Die Suche nach dem besten Nachfolger, in: Handelsblatt v. 24.03.2004. Download am 27.11.2004 um 21.20 Uhr von: <http://www.handelsblatt.com/pshb/fn/rehbi/sfn/buildhbi/cn/GoArt!200012,203993,723433/SH/0/depot/0/index.html>
- Keller**, Michael (2004b): In Ruhe in den Ruhestand, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 29.09.2004. Download am 27.11.2004 um 21.30 Uhr von: <http://www.kleincoll.de/re-design/files/presseartikel/faz-sept.04.pdf>
- Keller**, Michael (2004c): Die Zeitschiene bei Unternehmensübergaben, in: VentureCapital Magazin v. Oktober 2004, S. 32.
- Keller**, Michael (2004d): Alternative Nachfolgelösung – Wenn sich in der Familie kein Nachfolger findet, in: Finance Magazin v. Oktober 2004, S. 12 f.
- Keller**, Michael/**Hohmann**, Bruno (2004): Die Discounted-Cashflow-Methode zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: Unternehmensbewertung & Management v. Februar 2004, S. 57.
- Klein**, Harald/**Vossius**, Oliver (1999): Unternehmensnachfolge, [Wirtschaftsverlag Carl Ueberreuter] Wien 1999.
- L-Bank (Landeskreditbank Baden-Württemberg)** (Hrsg.) (2002/03): Generationswechsel in Baden-Württemberg – Zur richtigen Zeit den richtigen Nachfolger ins Spiel bringen, [L-Bank (Landeskreditbank Baden-Württemberg)] Karlsruhe/Stuttgart November 2002/April 2003.
- Lütjen**, Gerd (Hrsg.) (1992): Management Buy-Out: Firmenübernahme durch Management und Belegschaft, [Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH/Verlag Dr. Th. Gabler GmbH] Frankfurt am Main/Wiesbaden 1992.
- Matthies**, Peter/**Maier**, Ronald (2005): Risikogerechtes Zinssystem für gewerbliche Kredite der KfW. Download am 10.01.2005 um 19.00 Uhr von: http://www.3c-capital.de/download/rundschreiben/Rundschreiben_3C_GmbH_0501.pdf.
- Mehrmann**, Elisabet/**Keime**, Thomas (1996): Finanzen analysieren – Investitionen planen, [ECON Taschenbuch Verlag] Düsseldorf 1996.
- Michalakis**, Stavros (2002): Unternehmensbewertung für Mittelständler, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 28.01.2002. Download am 27.11.2004 um 21.45 Uhr von: http://www.kleincoll.de/redesign/files/presseartikel/faz_280102.pdf.
- Nöcker**, Ralf (2003): Der deutsche Mittelstand hat ernste Nachwuchssorgen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 16.12.2003. Download am 27.11.2004 um 21.40 Uhr von: <http://www.faz.net/s/RubEC1ACFE1EE274C81BCD3621EF555C83C/Doc~EB44D62C5B8D64EF69FD03AD1542CECD4~ATpl~Ecommon~Scontent.html>.
- o. V.** (2004a): Ungelöste Firmennachfolge bedrohen Tausende Arbeitsplätze, in: KfW Impuls v. Oktober 2004.
- o. V.** (2004b): Nachwuchs zeigt wenig Interesse, in: Handelsblatt v. 6.10.2004.
- o. V.** (2004c): Teilnehmerunterlagen zum Vortrag „Unternehmensnachfolge aktiv begleiten“ für die KfW Akademie am 30.06.2004 in Berlin.
- o. V.** (o. J.a): Kaufen statt gründen – Mit Betriebsübernahme zur Selbständigkeit. Downlo-

- ad am 08.01.2005 um 20.00 Uhr von: http://www.sparkasse.de/firmenkunden/existenzgruendung/kaufen_statt_gruenden.html.
- o. V.** (o. J.b): Risikokapital nimmt zugunsten von Management Buy-out ab. Download am 03.01.2005 um 10.15 Uhr von: <http://www.wiwi-treff.de/home/index.php?mainkatid=1&ukatid=1&sid=9&artikelid=1757>.
- Olfert**, Klaus (2001): Investition, 8. Aufl., [Friedrich Kiehl Verlag GmbH] Ludwigshafen 2001.
- Peemöller**, Volker H. (Hrsg.) (2002): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., [Verlag Neue Wirtschaftsbriefe] Berlin 2002.
- Pelka**, Jürgen/ **Niemann**, Walter (2002): Beck'sches Steuerberaterhandbuch 2002/2003, [C.H. Beck] München 2002.
- Perridon**, Louis/**Steiner**, Manfred (2002): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 11. Aufl., [Verlag Franz Vahlen GmbH] München 2002.
- Picot**, Gerhard (Hrsg.) (2004): Unternehmenskauf und Restrukturierung, 3. Aufl., [Verlag C. H. Beck] München 2004.
- PwC Price Waterhouse Coopers** (Hrsg.) (2004): Money for Growth – Technology Investment Report, 6. Aufl., [Price Waterhouse Coopers] London 2004. Download am 07.01.2005 um 21:50 Uhr von: <http://www.pwc.com>.
- Reich**, Dietmar O./**Schmitz**, Peter (2000): Einführung in das bürgerliche Recht, 3. Aufl., [Verlag Dr. Th. Gabler GmbH] Wiesbaden 2000.
- Richert**, Andreas (2004): Die Due Diligence beim Unternehmenskauf mit internationalem Bezug, [Verlag Dr. Kovač] Hamburg 2004.
- Stadler**, Wilfried (Hrsg.) (2001): Venture Capital und Private Equity: Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, [Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst] Köln 2001.
- Strick**, S./**Keller**, M. (Hrsg.) (2004): Small-Cap-M&A, Finance Magazin, Studie.
- Uhlenbruck**, Wilhelm (2003): Erfahrungen mit der neuen Insolvenzordnung aus der Sicht des Richters, in: Kruschwitz, Lutz/Heintzen, Markus (Hrsg.): Unternehmen bewerten – Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der FU Berlin im Sommersemester 2002, [Duncker & Humblot] Berlin 2003, S. 149-190.
- Vollmuth**, Hilmar (2002): Kennzahlen, 2. Aufl., [Rudolf Haufe Verlag GmbH & Co KG] Planegg b. München 2002.
- Widrat**, Susanne (2004): 7000 Chefs gesucht, in: Impulse v. November 2004, S. 82 – 84.
- Wöhe**, Günter (2000): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 20. Aufl., [Verlag Franz Vahlen GmbH] München 2000.
- Wollny**, Paul (2001): Unternehmens- und Praxisübertragungen, 5. Aufl., [Verlag Neue Wirtschaftsbriefe] Berlin 2001.

Autorenangaben

Diplom-Wirtschaftsjurist (FH) Christian Mahnke
 Vinetastr. 7
 D – 13189 Berlin
 E-mail: c_mahnke@web.de

WDP - Wismarer Diskussionspapiere / Wismar Discussion Papers

- Heft 06/2003 Herbert Neunteufel/Gottfried Rössel/Uwe Sassenberg: Das Marketingniveau in der Kunststoffbranche Westmecklenburgs
- Heft 07/2003 Uwe Lämmel: Data-Mining mittels künstlicher neuronaler Netze
- Heft 08/2003 Harald Mumm: Entwurf und Implementierung einer objektorientierten Programmiersprache für die Paula-Virtuelle-Maschine
- Heft 09/2003 Jost W. Kramer: Optimaler Wettbewerb – Überlegungen zur Dimensionierung von Konkurrenz
- Heft 10/2003 Jost W. Kramer: The Allocation of Property Rights within Registered Co-operatives in Germany
- Heft 11/2003 Dietrich Nöthens/Ulrike Mauritz: IT-Sicherheit an der Hochschule Wismar
- Heft 12/2003 Stefan Wissuwa: Data Mining und XML. Modularisierung und Automatisierung von Verarbeitungsschritten
- Heft 13/2003 Bodo Wiegand-Hoffmeister: Optimierung der Sozialstaatlichkeit durch Grundrechtsschutz – Analyse neuerer Tendenzen der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu sozialen Implikationen der Grundrechte -
- Heft 14/2003 Todor Nenov Todorov: Wirtschaftswachstum und Effektivität der Industrieunternehmen beim Übergang zu einer Marktwirtschaft in Bulgarien
- Heft 15/2003 Robert Schediwy: Wien – Wismar – Weltkulturerbe. Grundlagen, Probleme und Perspektiven
- Heft 16/2003 Jost W. Kramer: Trends und Tendenzen der Genossenschaftsentwicklung in Deutschland
- Heft 01/2004 Uwe Lämmel: Der moderne Frege
- Heft 02/2004 Harald Mumm: Die Wirkungsweise von Betriebssystemen am Beispiel der Tastatur-Eingabe
- Heft 03/2004 Jost W. Kramer: Der Einsatz strategischer Planung in der Kirche
- Heft 04/2004 Uwe Sassenberg: Stand und Möglichkeiten zur Weiterentwicklung des Technologietransfers an der Hochschule Wismar
- Heft 05/2004 Thomas Gutteck: Umfrage zur Analyse der Kunden des Tourismuszentrum Mecklenburgische Ostseeküste GmbH
- Heft 06/2004: Anette Wilhelm: Probleme und Möglichkeiten zur Bestimmung der Promotions-effizienz bei konsumentengerichteten Promotions
- Heft 07/2004: Jana Otte: Personalistische Aktiengesellschaft
- Heft 08/2004 Andreas Strelow: VR-Control – Einführung eines verbundeinheitlichen Gesamtbanksteuerungskonzepts in einer kleinen Kreditgenossenschaft
- Heft 09/2004 Jost W. Kramer: Zur Eignung von Forschungsberichten als ei-

- nem Instrument für die Messung der Forschungsaktivität
- Heft 10/2004 Jost W. Kramer: Geförderte Produktivgenossenschaften als Weg aus der Arbeitslosigkeit? Das Beispiel Berlin
- Heft 11/2004 Harald Mumm: Unterbrechungsgesteuerte Informationsverarbeitung
- Heft 12/2004 Jost W. Kramer: Besonderheiten beim Rating von Krankenhäusern
- Heft 01/2005 Michael Laske/Herbert Neunteufel: Vertrauen eine „Conditio sine qua non“ für Kooperationen?
- Heft 02/2005 Nicole Uhde: Rechtspraktische Probleme bei der Zwangseinziehung von GmbH-Geschäftsanteilen – Ein Beitrag zur Gestaltung von GmbH-Satzungen
- Heft 03/2005 Kathrin Kinder: Konzipierung und Einführung der Prozesskostenrechnung als eines Bestandteils des Qualitätsmanagements in der öffentlichen Verwaltung
- Heft 04/2005: Ralf Bernitt: Vergabeverfahren bei öffentlich (mit)finanzierten sozialen Dienstleistungen
- Heft 05/2005: Jost W. Kramer: Zur Forschungsaktivität von Professoren an Fachhochschulen am Beispiel der Hochschule Wismar
- Heft 06/2005 Harald Mumm: Der vollständige Aufbau eines einfachen Fahrradcomputers
- Heft 07/2005: Melanie Pippig: Risikomanagement im Krankenhaus
- Heft 08/2005: Yohanan Stryjan: The practice of social entrepreneurship: Theory and the Swedish experience
- Heft 09/2005: Sebastian Müller/Gerhard Müller: Sicherheits-orientiertes Portfoliomanagement
- Heft 10/2005: Jost W. Kramer: Internes Rating spezieller Kundensegmente bei den Banken in Mecklenburg-Vorpommern, unter besonderer Berücksichtigung von Nonprofit-Organisationen
- Heft 11/2005: Rolf Steding: Das Treuhandrecht und das Ende der Privatisierung in Ostdeutschland – Ein Rückblick –
- Heft 12/2005: Jost W. Kramer: Zur Prognose der Studierendenzahlen in Mecklenburg-Vorpommern bis 2020
- Heft 13/2005: Katrin Pampel: Anforderungen an ein betriebswirtschaftliches Risikomanagement unter Berücksichtigung nationaler und internationaler Prüfungsstandards
- Heft 14/2005: Rolf Steding: Konstruktionsprinzipien des Gesellschaftsrechts und seiner (Unternehmens-)Formen
- Heft 15/2005: Jost W. Kramer: Unternehmensnachfolge als Ratingkriterium
- Heft 16/2005: Christian Mahnke: Nachfolge durch Unternehmenskauf - Werkzeuge für die Bewertung und Finanzierung von KMU im Rahmen einer externen Nachfolge -