

# Bachelorthesis

Preisgestaltung bei Übergabe mittelständischer Unternehmen unter  
Einfluss verschiedener Bewertungsverfahren – untersucht in der  
Commerzbank AG, Mittelstandsbank Leipzig

**Vorgelegt am:** 16.08.2013

**Von:** Ibisch, Sebastian  
Vater-Jahn-Str. 5  
09217 Burgstädt

**Studiengang /**

**Studienrichtung:** Bank

**Seminargruppe:** 4BK10-1

**Matrikelnummer:** 4000520

**Praxispartner:** Commerzbank AG  
Kaiserplatz  
60311 Frankfurt am Main

**Gutachter:** Herr Ralf Gernert MBA (Commerzbank AG)

Frau Prof. Dr. Renate Luderer (Staatliche Studienakademie  
Glauchau)

## Themenblatt Bachelorthesis

Studiengang Bank

Student/in: **Sebastian Ibisch**  
Matrikelnummer: **4000520**  
Seminargruppe: **4BK10-1**

### Thema der Bachelorthesis

**Preisgestaltung bei Übergabe mittelständischer Unternehmen unter Einfluss unterschiedlicher Bewertungsverfahren - untersucht in der Commerzbank AG, Mittelstandsbank Leipzig**

Gutachter/ Betreuer: Frau Prof. Dr. Renate Luderer  
Gutachter/ Betreuer: Herr MBA Ralf Gernert

Ausgabe des Themas: **21.05.2013**  
Abgabe der Arbeit an den SG am: **19.08.2013, 14:00 Uhr**



Prof. Wolfgang Liebschner  
Vorsitzender des Prüfungsausschusses  
Wirtschaft

[www.ba-glauchau.de](http://www.ba-glauchau.de)



# Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>II</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>IV</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>Formelverzeichnis .....</b>	<b>VI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>VII</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>2 Darstellung des deutschen Mittelstandes .....</b>	<b>3</b>
2.1 Interpretation der Definitionen zum Mittelstand .....	3
2.1.1 Sozioökonomische Definition.....	3
2.1.2 Definition laut Europäischer Kommission .....	4
2.1.3 Definition nach dem Institut für Mittelstandsforschung.....	4
2.1.4 Weiterführende Interpretationen des Mittelstandes .....	6
2.2 Entwicklung und Bedeutung des Mittelstandes in der Bundesrepublik Deutschland.....	6
2.2.1 Die Entwicklung des Mittelstandes in der Bundesrepublik Deutschland ....	6
2.2.2 Der Mittelstand in den Bundesländern Sachsen und Thüringen .....	9
<b>3 Unternehmensnachfolge im Mittelstand.....</b>	<b>13</b>
3.1 Die Rolle der Nachfolge im Unternehmenslebenszyklus .....	13
3.1.1 Lebensphasenmodell und Produktlebenszyklus .....	13
3.1.2 Unternehmenslebenszyklus.....	15
3.2 Der Nachfolgeprozess .....	17
3.2.1 Beteiligte Personen und Personengruppen im Nachfolgeprozess .....	17
3.2.2 Ziele und Gründe der Nachfolge.....	20
3.2.3 Ablauf der Nachfolge .....	22
3.3 Mögliche Ausprägungen von Nachfolgeformen .....	24
3.3.1 Unterscheidung der Nachfolgemöglichkeiten .....	24
3.3.2 Interne Nachfolge .....	27
3.3.2.1 Unentgeltliche Nachfolge.....	27
3.3.2.2 Entgeltliche Nachfolge .....	28
3.3.3 Externe Nachfolge .....	29
3.3.3.1 Grundsätzliche Überlegung zur externen Nachfolge .....	29
3.3.3.2 Möglichkeiten der Transaktion.....	30
<b>4 Unternehmensbewertung und Preisfindung im Verkaufsprozess ....</b>	<b>32</b>
4.1 Theoretische Grundlagen zur Unternehmensbewertung .....	32
4.1.1 Zweck der Unternehmensbewertung.....	32
4.1.2 Interpretation von Wertkategorien.....	33

4.1.2.1	Volkswirtschaftliche Interpretation .....	33
4.1.2.2	Betriebswirtschaftliche Interpretation .....	34
4.1.2.3	Preis als Ausdruck des Wertmaßstabes .....	37
4.2	Verfahren der Unternehmensbewertung.....	38
4.2.1	Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung.....	38
4.2.2	Substanzwertverfahren .....	40
4.2.2.1	Durchführung .....	40
4.2.2.2	Beurteilung .....	41
4.2.3	Marktwertorientierte Verfahren .....	42
4.2.3.1	Durchführung .....	42
4.2.3.2	Beurteilung .....	44
4.2.4	Discounted-Cashflow-Verfahren .....	45
4.2.4.1	Durchführung .....	45
4.2.4.2	Beurteilung .....	50
4.2.5	Beurteilung der Bewertungsverfahren aus praxisorientierter Sichtweise .	52
4.3	Preisfindung im Verkaufsprozess .....	55
4.4	Handlungsalternativen zur Maximierung des Kaufpreises .....	60
4.5	Leitfaden zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen bei der Nachfolge .....	62
<b>5</b>	<b>Fazit .....</b>	<b>64</b>
	<b>Quellenverzeichnis.....</b>	<b>67</b>
	<b>Anhangverzeichnis.....</b>	<b>72</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Entwicklung des deutschen Mittelstandes.....	7
Abbildung 2	Stärken und Schwächen im deutschen Mittelstand.....	9
Abbildung 3	KMU-Anteile anhand der Anzahl der Unternehmen 2009 .....	10
Abbildung 4	KMU-Anteil an Umsätzen der Unternehmen .....	11
Abbildung 5	Produktlebenszyklus .....	14
Abbildung 6	Unternehmenslebenszyklus abgeleitet aus Produkt- und Lebensphasenmodell .....	15
Abbildung 7	Prozessgestaltung der Unternehmensnachfolge.....	22
Abbildung 8	Unternehmensbewertung unter Einfluss unternehmensspezifischer Synergieeffekte .....	36
Abbildung 9	Überblick klassischer Bewertungsverfahren anhand Untersuchungsgegenstand .....	39
Abbildung 10	Unterteilung der Bewertungsverfahren anhand der Durchführung	39
Abbildung 11	Berechnung Substanzwert .....	40
Abbildung 12	Berechnung Cashflow .....	46
Abbildung 13	Systematisierung der Einflussfaktoren zur Preisfindung .....	56
Abbildung 14	Restrukturierungs-Hexagon nach Copeland/Koller/Murrin .....	61
Abbildung 15	Prozessablauf Nachfolgeberatung .....	62
Abbildung 16	Bewertungsprozess.....	63

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Definition der KMU nach der Europäischen Kommission.....	4
Tabelle 2	Definition der KMU nach IfM Bonn.....	5
Tabelle 3	Unternehmensübertragungen 2012 – 2014 .....	20
Tabelle 4	Formen der Unternehmensnachfolge .....	25
Tabelle 5	Unternehmens- und Familienbezogene Nachfolgemöglichkeiten .....	26
Tabelle 6	Schenkungssteuerfreibetrag .....	28
Tabelle 7	Definition objektiver Unternehmenswert .....	35
Tabelle 8	Markt und Transaktionsmultiplikatoren .....	44
Tabelle 9	praxisorientierter Vergleich der Bewertungsverfahren .....	54
Tabelle 10	Einflussfaktoren der Preisgestaltung im Überblick.....	59

## Formelverzeichnis

Formel 1	Multiplikatorverfahren .....	43
Formel 2	Unternehmenswert im Multiplikatorverfahren .....	44
Formel 3	Fremdkapitalkostensatz .....	47
Formel 4	Betafaktor .....	48
Formel 5	Eigenkapitalkostensatz.....	48
Formel 6	Berechnung WACC .....	49
Formel 7	Bruttoundernehmenswert .....	49
Formel 8	Wert des Fremdkapitals .....	50

## Abkürzungsverzeichnis

BewG	Bewertungssteuergesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIMBO	Buy-In-Management-Buy-Out
bpb	Bundeszentrale für politische Bildung
CAPM	Cash-Asset-Pricing-Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
EBIT	earnings before interest and taxes
EStG	Einkommenssteuergesetz
ErbStG	Erbschaftssteuergesetz
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IfM	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IPO	Initial public offering
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
LOI	Letter of Intent
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
SBA	small business act for Europe
SGE	strategische Geschäftseinheit
SME	small and medium sized enterprises
SMWA	Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr
WACC	weighted average cost of capital



# 1 Einleitung

Die Lebensdauer eines Unternehmens ist theoretisch unbegrenzt. Der Tätigkeit des Unternehmers ist jedoch ein zeitlicher Rahmen gesetzt. Um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern, muss es in fähige Hände übergeben werden. Diese können innerhalb der Familie, im Unternehmen oder in einem externen Nachfolger gefunden werden.

Im Zuge der Nachfolge gilt es für den Alteigentümer, einige Fragen zu beantworten. Er muss einen geeigneten Nachfolger finden, sich für den Ruhestand absichern und unter Umständen den Fortbestand des Unternehmens sichern. Dazu muss er wissen, wie viel sein Lebenswerk wert ist. Bei der Übergabe muss dabei auf gesetzliche, steuerrechtliche und psychologische Elemente geachtet werden. Innerhalb dieses komplexen und vor allem emotional gesteuerten Prozesses, haben sich im Laufe der Jahre einige Verfahren bewährt. Es gibt standardisierte, theoretisch fundierte Vorgehensweisen zur Bewertung von Unternehmen. In der Praxis müssen jedoch häufig auch Faktoren berücksichtigt werden, deren Höhe nicht kalkulierbar ist.

Ziel der Arbeit soll es sein, die Verfahren der Unternehmensbewertung in ihrer praktischen Anwendung zu untersuchen. Dabei soll analysiert werden, welche Verfahren sich auch außerhalb der Theorie bewährt haben und zuverlässige Ergebnisse liefern. Im Zuge der Preisfindung wird betrachtet, welches Verfahren mögliche Transaktionspreise realistisch projizieren kann, beziehungsweise welche Verfahren eine solide Argumentationsgrundlage für die Verhandlungen des Kaufpreises bieten. Darüber hinaus werden die Verfahren auf ihre Grenzen geprüft und Faktoren erarbeitet, die auf die Verhandlungen einen erheblichen Einfluss haben.

Im ersten Schritt der Arbeit soll die grundsätzliche Bedeutung mittelständischer Unternehmen untersucht werden. Dazu werden verschiedene Definitionen betrachtet und verglichen. Ausgehend von dieser Untersuchung wird Entwicklung und Situation des deutschen Mittelstandes dargestellt. Hervorgehoben werden soll die besondere Rolle, die mittelständische Unternehmen in Deutschland. Aufgrund des regionalen Bezugs sollen die besonderen Bedingungen und Gegebenheiten in Sachsen und Thüringen analysiert werden.

Im nächsten Schritt der Untersuchung wird die Rolle der Nachfolge im Unternehmenslebenszyklus untersucht. Neben den Beteiligten und den Motiven

einer Nachfolge wird zunächst der grundsätzliche Prozess der Unternehmensnachfolge dargestellt.

Der zweite Teil der Arbeit widmet sich der praxisorientierten Anwendung der Bewertungsverfahren, sowie den Einflussfaktoren bei der Preisfindung in der externen Unternehmensnachfolge. Dazu wurde im Zuge der Arbeit eine qualitative Expertenbefragung durchgeführt, bei der neben spezifischen Fragen zur Unternehmensbewertung, auch preisbestimmende Faktoren aus der praktischen Erfahrung aufgenommen wurden.

Dabei wird die Definition und Interpretation des Begriffs Unternehmenswert näher betrachtet. Aus diesen Interpretationen wird dann der Definition des Preises abgeleitet.

Im folgenden Kapitel werden zunächst die klassischen Verfahren zur Unternehmensbewertung vorgestellt. Diese sind das Substanzwertverfahren, der Marktwert bzw. das Multiplikatorverfahren und das Discounted-Cashflow-Modell. Nach Vorstellung der Bewertungsmethoden werden diese auf ihre Stärken und Schwächen untersucht und mit Hilfe der Befragung deren Umsetzung und Bedeutung in der Praxis analysiert.

Im letzten Abschnitt wird die Preisfindung bei Übergabe mittelständischer Unternehmen betrachtet, wobei an erster Stelle die preisbestimmenden Faktoren systematisiert werden. Ziel soll es hierbei sein, die Komplexität und die psychologischen Einflüsse bei der Preisfindung darzustellen. Ergänzt werden die einzelnen Faktoren wieder durch Stimmen aus der Praxis.

Abschließend sollen Handlungsalternativen aufgezeigt werden, die dazu dienen, den Kaufpreis bei den Verhandlungen zu maximieren.

## 2 Darstellung des deutschen Mittelstandes

### 2.1 Interpretation der Definitionen zum Mittelstand

#### 2.1.1 Sozioökonomische Definition

Der Mittelstand nimmt in Deutschland eine besondere Rolle ein. Im Gegensatz zum anglo-amerikanischen und dem asiatischen Raum genießt Deutschland den Komfort einer breit gestreuten und etablierten Mittelschicht. Zwar ist auch dieses System im Wandel und die Kluft zwischen Arm und Reich wird fortwährend größer<sup>1</sup>, doch betrachtet man den Mittelstand in seiner aktuellen Situation scheint er vorerst stabil.<sup>2</sup>

Dabei ist der Begriff des Mittelstandes eine Kreation des deutschen Sprachraumes, der die Begriffe der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), beziehungsweise im englischen Sprachraum die „small and medium enterprises“ (SME), umfasst. Zusätzlich greift der Begriff die freien Berufe aus Handwerks- und Dienstleistungsgewerbe auf.

Seine Ursprünge hat der Begriff in den Sozialwissenschaften und diente dort der ökonomischen Klassifizierung der wirtschaftlich tragenden Gesellschaftsschicht, die nach dem Ende der Feudalzeit entstand.<sup>3</sup> Im Zuge der Industrialisierung löste sich dieses Gesellschaftssystem auf und formierte sich zu einer heterogenen Gruppe aus Akademikern, Händlern, Unternehmern und Beamten, die als „Bürgertum“ schnell die tragende Rolle in der wirtschaftlichen Entwicklung übernahm.

In den 1950er Jahren erkannte SCHELKY die Abweichung von der typischen Klassengesellschaft. In Deutschland liegt ein Grund in der breiten Mittelschicht im Ende des 2. Weltkrieges. Es entstand eine hohe Tendenz zur Mitte durch die größere soziale Mobilität. In dieser Form der „nivellierten Mittelstandsgesellschaft“ verschwindet das Ansehen spezieller Berufsgruppen und durch den allgemeinen Wohlstand verwischen typische Klassen. Die Bevölkerung der Mittelschicht ist in diesem Sinne weder reich, noch weist sie Tendenz zum Proletariat auf.<sup>4</sup>

Begründet durch den allgemeinen Wohlstand und der großen Anzahl innerhalb dieser Schicht wird der Mittelstand innerhalb der Bevölkerung als gut und erstrebenswert angesehen.

---

<sup>1</sup> vgl. DIW Berlin, 2010, Wochenbericht Nr. 24/2010

<sup>2</sup> Online: HRADIL(bpb), 2012 (10.08.2013)

<sup>3</sup> vgl. LAUTERBACH; TRAVERNKORN, 2011, S. 58

<sup>4</sup> vgl. SCHELKY, 1965, S. 331f

Volkswirtschaftlich ist eine breite Mittelschicht als positiv zu betrachten, da die hohe Anzahl an Anbietern und Nachfragern dem Bild des oligopolistischen Marktes entspricht.

### 2.1.2 Definition laut Europäischer Kommission

Aufgrund der zahlreichen unterschiedlichen Regelungen, die für kleine und mittlere Unternehmen auf nationaler Ebene galten, hat sich die Europäische Kommission 2003 dazu entschlossen, eine einheitliche Definition für Kleinstunternehmen, sowie die kleinen und mittleren Unternehmen einzuführen. Ziel dieser Maßnahme sollte es sein, bestehende Inkohärenzen bei der Vergabe von Fördermitteln zu eliminieren. In dem gemeinsamen europäischen Markt ohne Binnengrenzen soll die einheitliche Regelung als Grundstock zur Behandlung von KMU's dienen und Überschneidungen und Widersprüche auf nationaler und Gemeinschaftsebene vermeiden. Die Kriterien zur Abgrenzung der einzelnen Unternehmen müssen dabei regelmäßig überprüft und den aktuellen wirtschaftlichen Begebenheiten angepasst werden.<sup>5</sup>

Als Unternehmen sind nach Definition der europäischen Kommission jede wirtschaftliche Einheit zu betrachten, die eine gewerbliche Tätigkeit ausübt. Dabei ist es unerheblich ob das Unternehmen eine Kapitalgesellschaft, eine Personengesellschaft, ein Einzelunternehmen oder ein Familienbetrieb ist.<sup>6</sup>

Neben der Zahl der Mitarbeiter, die weiterhin als aussagekräftiges Kriterium gilt, nutzt das System auch ergänzend finanzielle Aspekte von Umsatz und Bilanzsumme.

<b>Unternehmenskategorie</b>	<b>Mitarbeiter</b>	<b>Umsatz</b> oder	<b>Bilanzsumme</b>
Mittleres Unternehmen	< 250	≤ 50 Mio. EUR	≤ 43 Mio. EUR
Kleinunternehmen	< 50	≤ 10 Mio. EUR	≤ 10 Mio. EUR
Kleinstunternehmen	< 10	≤ 2 Mio. EUR	≤ 2 Mio. EUR

**Tabelle 1** Definition der KMU nach der Europäischen Kommission  
(online: Europäische Kommission, 12.08.2013)

### 2.1.3 Definition nach dem Institut für Mittelstandsforschung

„Als Mittelstand wird vom IfM die Gesamtheit aller unabhängigen kleinen und mittleren Unternehmen angesehen.“<sup>7</sup>

<sup>5</sup> vgl. Europäische Kommission, 2003, Art. 1

<sup>6</sup> online: Europäische Kommission, 2006, S. 12 (08.08.2013)

<sup>7</sup> IfM Bonn, 2013, zit. nach BROST/FAUST, 2012, S. 4

Im Gegensatz zum übrigen Teil der europäischen Gemeinschaft nimmt Deutschland eine Sonderrolle bei den kleinen und mittleren Unternehmen ein. Besonderheit bei der Verteilung des Mittelstandes in der Bundesrepublik, ist eine hohe Anzahl an großen Mittelständlern im Vergleich zu den europäischen Nachbarn. Aus diesem Grund verwendet das Institut für Mittelstandsforschung Bonn folgende, von der Europäischen Union abweichende, Definition zur Abgrenzung der kleinen und mittleren Unternehmen:

<b>Unternehmensgröße</b>	<b>Zahl der Beschäftigten</b>	<b>und</b>	<b>Umsatz in EUR / Jahr</b>
Klein	bis 9		bis unter 1 Million
mittel	bis 499		bis unter 50 Millionen
(KMU) zusammen	unter 500		unter 50 Millionen

**Tabelle 2** Definition der KMU nach IfM Bonn  
(online: IfM Bonn, 06.08.2013)

Der Begriff des Mittelstandes deckt inhaltlich die Begriffe der kleinen und mittleren Unternehmen ab, geht aber darüber hinaus, indem er neben den quantitativen auch qualitative Aspekte aufgreift.<sup>8</sup>

### **Quantitative Aspekte**

Der wirtschaftliche Mittelstand umfasst laut Definition die Gesamtheit aller Unternehmen und freien Berufe über alle Branchen hinweg, solange eine bestimmte Grenze nicht überschritten wird. Demnach gilt es Indikatoren zu finden, die branchenweit einen verlässlichen Vergleich ermöglichen.

Da die empirische Statistik zu den meisten Kriterien nur branchenbezogene Daten verlässlich ausweisen kann und diese zum Vergleich nur wenig geeignet sind, wird sich auf die üblichen Verfahren wie die Höhe des Umsatzes und die Zahl der Beschäftigten beschränkt.

### **Qualitative Aspekte**

Typisch für mittelständische Unternehmen ist eine enge Verbindung von Unternehmer und Unternehmen. Dies umfasst zum einen die Einheit von Eigentum und Leitung, sowie die Übernahme der Haftung und des unternehmerischen Risikos in einer Person. Nach Berechnungen des IfM Bonn beläuft sich die Zahl der unabhängigen Unternehmen auf nahezu 95 % aller mittelständischen Unternehmen.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> online: Mittelstandsdefinition, 2013 (01.08.2013)

<sup>9</sup> vgl. GÜNTERBERG; WOLTER, 2003, S. 2-4

## **2.1.4 Weiterführende Interpretationen des Mittelstandes**

### **Der Mittelstand in der Commerzbank AG**

Abweichend von den Definitionen des IfM Bonn und der Europäischen Kommission wählt die Commerzbank andere, historisch gewachsene, Schwellenwerte zur Einordnung von mittelständischen Unternehmen. Innerhalb des Kernsegmentes der Mittelstandsbank, die deutschlandweit an circa 150 Standorten zuständig ist, werden Kunden ab einem Jahresumsatz von 2,5 Millionen Euro betreut und beraten.<sup>10</sup>

Dabei unterteilt die Commerzbank AG dieses Segment weiterhin in den kleinen Mittelstand (M2) und großen Mittelstand (M1). Neben den quantitativen Aspekten des Jahresumsatzes werden weiterhin Aspekte nach Beratungsbedarf herangezogen. So können, auch kleinere Unternehmen in das M1 Segment überführt werden, soweit Bedarf nach solchen Produkten besteht, die nur in diesem Segment angeboten werden können.

Neben den mittelständischen Unternehmen, betreut die Commerzbank AG Institutionelle Kunden, den öffentlichen Sektor, sowie Großunternehmen auf nationaler und internationaler Ebene.

### **Arbeitsspezifische Definition des deutschen Mittelstandes**

Aufgrund der hohen Relevanz des Themas in allen Bereichen der Wirtschaft und des Praxisbezuges soll der Begriff des Mittelstandes nicht ausschließlich durch quantitative Kriterien begrenzt sein. Wenn in dieser Arbeit der Begriff des Mittelstandes verwendet wird, sind Unternehmen aller Rechtsformen angesprochen. Da eine Unternehmensbewertung und der Verkauf eines Unternehmens mit erheblichem Aufwand in Verbindung steht, ist eine Mindestunternehmensgröße erforderlich, die analog zur Definition der Commerzbank bei einem Jahresumsatz von 2,5 Millionen Euro festgesetzt wird. Charakteristisch für den Mittelstand ist die Einheit in der Person des Eigentümers und der Unternehmensleitung und die damit einhergehende emotionale Bindung.

## **2.2 Entwicklung und Bedeutung des Mittelstandes in der Bundesrepublik Deutschland**

### **2.2.1 Die Entwicklung des Mittelstandes in der Bundesrepublik Deutschland**

---

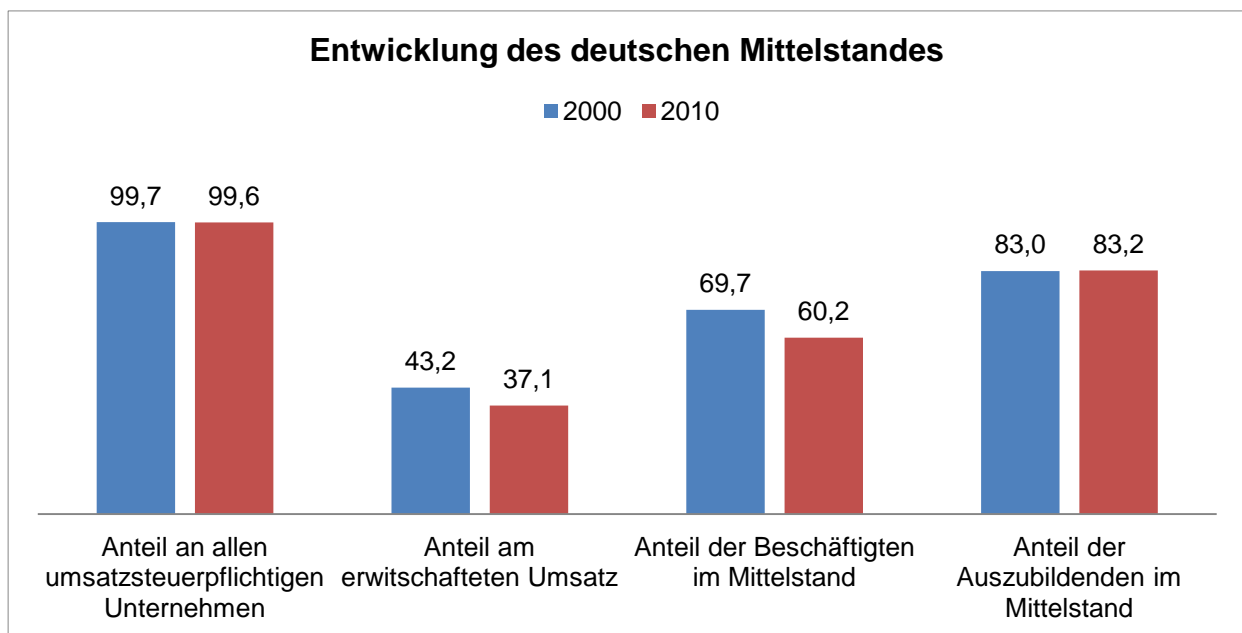
<sup>10</sup> online: Commerzbank AG, 2013 (20.07.2013)

## Aktuelle Situation des Mittelstandes

Die Rolle des Mittelstandes in Deutschland ist europaweit einzigartig. Der Deutsche Mittelstand ist einer der am stärksten wachsenden in der gesamten europäischen Union. Vor allem in den verarbeitenden Gewerben im High-Tech Bereich liegen deutsche Unternehmen über dem europäischen Durchschnitt. Ein Grund für die gute und derzeit noch stabile Situation der deutschen KMU's sind die unternehmerfreundlichen Rahmenbedingungen, die im Vergleich zu unseren Nachbarn bestehen.<sup>11</sup> Deutschland sticht im europäischen Vergleich anhand der Arbeitsplätze und der Bruttowertschöpfung heraus, die im Mittelstand geschaffen werden.

## Die Entwicklung des Mittelstandes in Zahlen

In 2010 konnten 3,61 Millionen und damit 99,6 % aller inländischen Unternehmen dem Mittelstand zugeordnet werden. Abbildung 1 zeigt die aktuelle Situation des Mittelstandes in Deutschland im Vergleich zum Jahr 2000.<sup>12</sup>



**Abbildung 1** Entwicklung des deutschen Mittelstandes  
(eigene Darstellung in Anlehnung an European Commission, 2011, S. 3-5)

Zu bemerken ist ein deutlicher Rückgang bei der Anzahl der Beschäftigten und dem Anteil des erwirtschafteten Umsatzes. Dies ist nicht etwa in den wirtschaftlichen Krisen begründet, sondern durch das Eingreifen des Staates. Mit der Privatisierung großer staatseigener Betriebe wie Telekom und der Deutschen Bahn wurden diese Unternehmen der Gesamtwirtschaft hinzugerechnet, während davor staatseigene und staatlich betriebene Unternehmungen in der Statistik nicht erfasst waren.

<sup>11</sup> vgl. European Commission, 2012b, S. 9

<sup>12</sup> online: Unternehmensnachfolge 2013 (10.08.2013)

Rechnet man diesen Faktor hinein, ergibt sich bei der Bruttowertschöpfung ein Anstieg von knapp 9 %. Nicht in der Abbildung aufgeführt ist der Exportumsatz, der sich in 2010 bei 186,1 Milliarden Euro belief und damit 19,3 % des Exportumsatzes aller Unternehmen beträgt.<sup>13</sup>

### **Stärken und Schwächen des deutschen Mittelstandes**

Abbildung 2 untersucht die Entwicklung einzelner Wirtschaftsfaktoren in Hinblick auf ihr Wachstum innerhalb der letzten 5 Jahre und ihre Performance gegenüber dem europäischen Durchschnitt.

Im SBA Factsheet 2012 der Europäischen Kommission wird dargelegt, dass die größte Stärken der deutschen Unternehmen in der Innovationskraft und den qualifizierten Mitarbeitern liegen, die eine Anpassung an endogene und exogene veränderte Umweltbedingungen ermöglichen. Weiterhin fällt positiv auf, dass durch ein schlankes Management die Reaktionsfähigkeit gegenüber Marktturbulenzen gering gehalten werden kann. Grund für diese reaktionsschnelle Verwaltung ist die direkte Einheit zwischen Management und Eigentümer, die mittelständische Unternehmen auszeichnet.

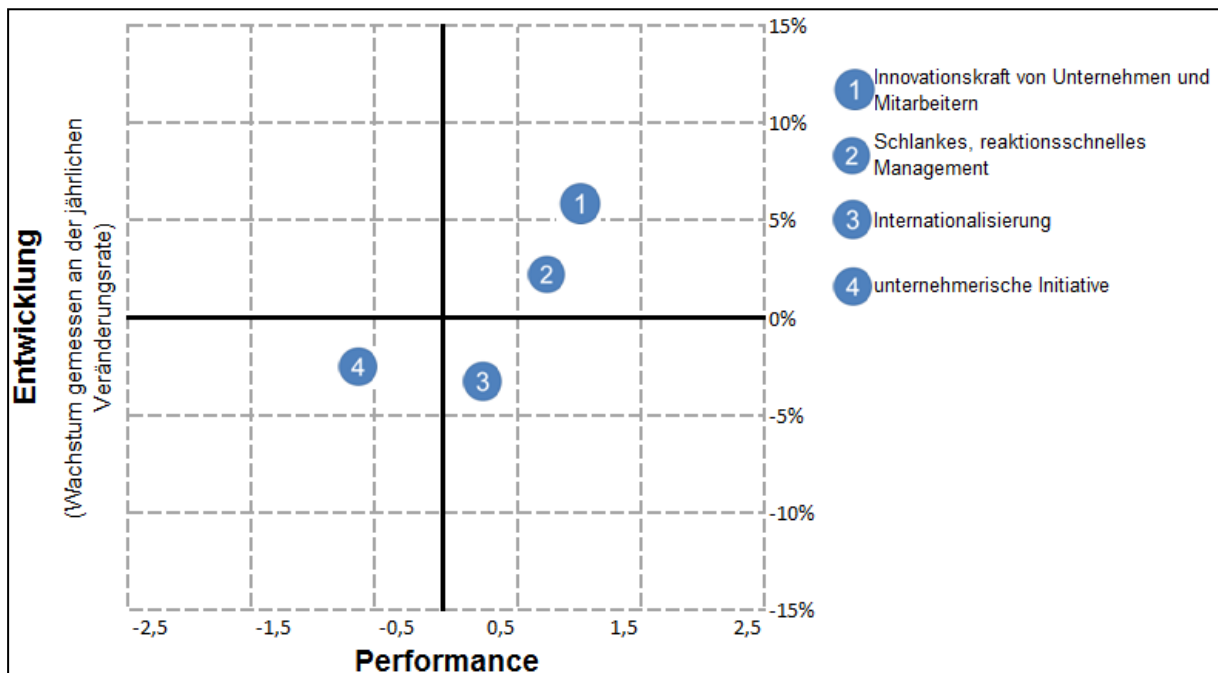
Probleme gibt es hingegen bei der Internationalisierung, da deutsche Unternehmer oft das Risiko scheuen und die Expansion und damit auch die Erschließung neuer Märkte vermeiden. Größtes Problem jedoch ist die mangelnde Bereitschaft des privaten Sektors in die Selbstständigkeit zu gehen. Auch hier liegt der Grund für die geringe Anzahl an Neugründungen in der risikoaversen Haltung und der Angst das eingesetzte Kapital in der aktuell schwierigen Marktsituation zu verlieren.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> online: Mittelstand im Überblick, 2013 (12.08.2013)

<sup>14</sup> vgl. European Commission, 2012b, S. 3-4





**Abbildung 2** Stärken und Schwächen im deutschen Mittelstand  
(eigene Darstellung in Anlehnung an European Commission, 2012, S. 4)

## 2.2.2 Der Mittelstand in den Bundesländern Sachsen und Thüringen

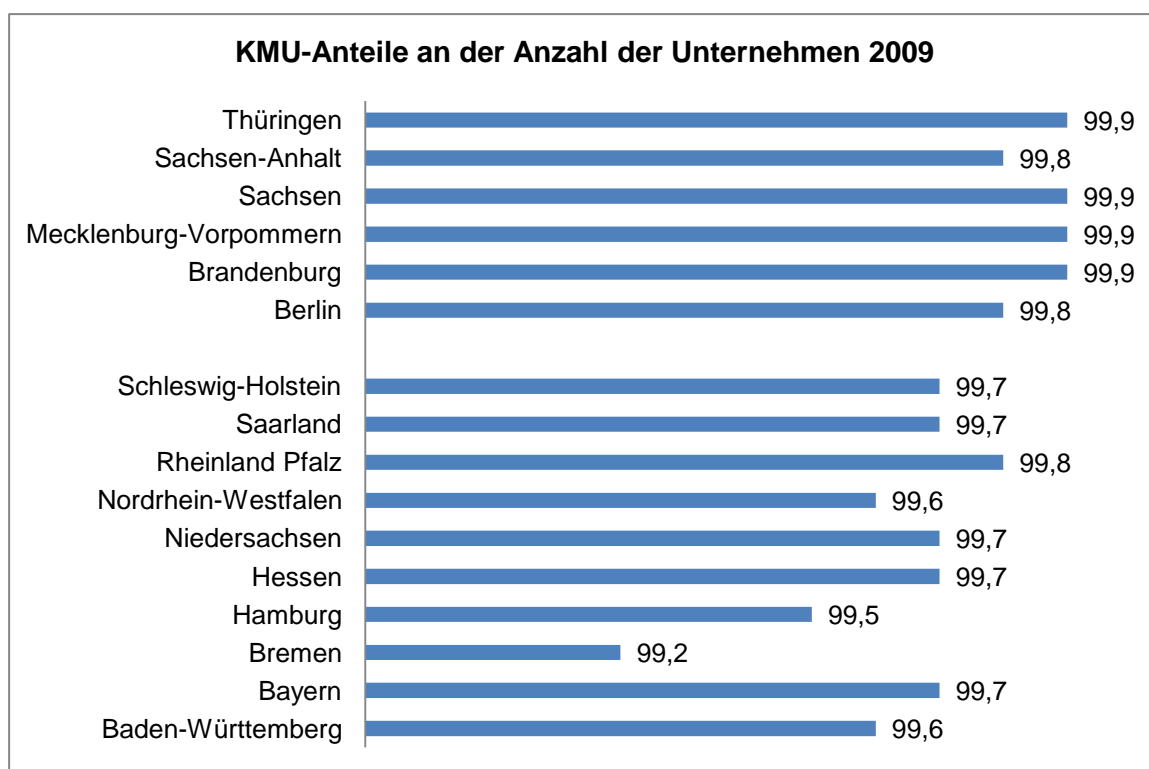
### Sachsen

Die sächsische Wirtschaft ist geprägt von mittelständischen Strukturen. Dabei nehmen vor allem kleine Betriebe eine wichtige Rolle ein. Im Zuge der Wiedervereinigung wurden oftmals die Chancen nach der Wende zur Gründung von Unternehmen genutzt. Mit einem Anteil von 63 % im Jahr 2008 liegt der Anteil am Gesamtumsatz deutlich über dem deutschen Durchschnitt von 36,9 % (in 2010: 43 %). Dies deutet darauf hin, dass in Sachsen nur wenige große Unternehmen beheimatet sind, die mit ihrem Umsatz bemerkenswert zur Wirtschaftskraft des Freistaates beitragen können. Damit bleibt der Mittelstand der Hauptumsatzträger Sachsens. Zu den größten Unternehmen Sachsen zählen u. a. die Leipziger Versorgungs- und Verkehrsgesellschaft, der Mitteldeutsche Rundfunk und Scholz Recycling.<sup>15</sup>

Regional betrachtet sieht man deutliche Verteilungsmuster der Unternehmensstrukturen im Freistaat. Unterschieden wird dabei in die Regierungsbezirke Leipzig, Chemnitz und Dresden. Bemerkenswert hierbei ist, dass vor allem im Raum Leipzig die umsatzstarken Großunternehmen ihren Sitz haben. Allerdings befinden sich dort nur wenige im Vergleich zu Chemnitz und Leipzig. Bedingt durch den demografischen Wandel, konnte man in den letzten Jahren eine zunehmende Agglomeration um die drei sächsischen Wirtschaftszentren herum

<sup>15</sup> vgl. Sachsen Bank, 2008, S. 7

beobachten. Wie in Abbildung 3 zu sehen, beträgt der Anteil an Unternehmen, die dem mittelständischen Segment zugeordnet werden können in Sachsen 99,6 % (Stand: 2009). Damit liegt der Wert im Durchschnitt der neuen Bundesländer, jedoch marginal über dem Durchschnitt der alten Bundesländer. Daran ist wieder deutlich zu sehen, dass die, meist auch umsatzstarken Großunternehmen in den alten Bundesländern beheimatet sind. Diese Standortproblematik soll aber zu einem späteren Zeitpunkt noch einmal erneut aufgegriffen werden.<sup>16</sup>

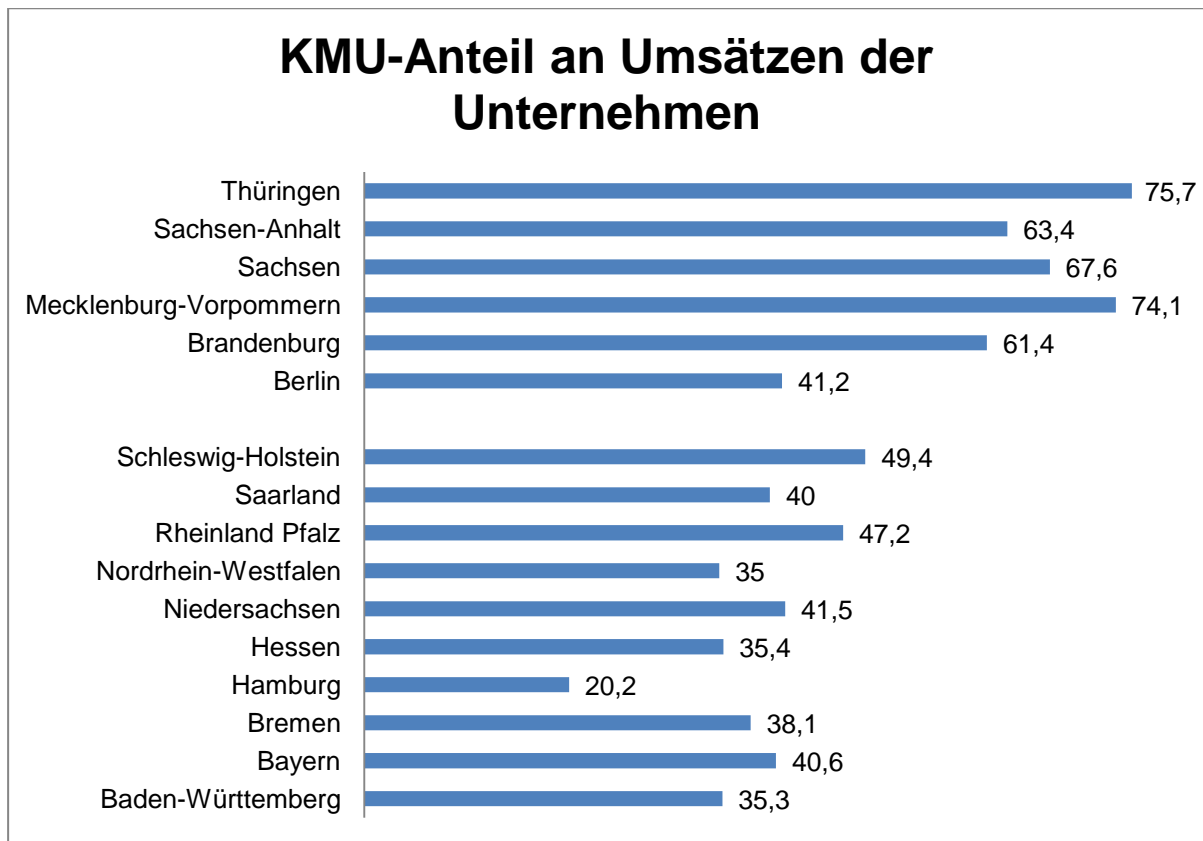


**Abbildung 3** KMU-Anteile anhand der Anzahl der Unternehmen 2009  
(eigene Darstellung in Anlehnung an Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr, 2011, S.12)

Betrachtet man die Entwicklung der sächsischen Wirtschaft seit der Wiedervereinigung, ist ein erfreulicher Annäherungsprozess zu verzeichnen. Besonders positiv soll hierbei die Umsatzentwicklung in den Jahren von 2004 bis 2005 herausgehoben werden, die mit 32,7 % deutlich über dem Bundesdurchschnitt lag und auch den Schnitt der neuen Bundesländer nur knapp unterschritt. Ein Phänomen, von dem jedoch alle neuen Bundesländer betroffen sind, ist jedoch die durch Fachkräftemangel und rückläufiger Subventionen entstehende Stagnation der Entwicklung.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Vgl. Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr (SMWA), 2011, S. 7 - 10

<sup>17</sup> Vgl. Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr, 2011, S. 15 - 17



**Abbildung 4** KMU-Anteil an Umsätzen der Unternehmen  
(eigene Darstellung in Anlehnung an Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr, 2011, S.16)

Wie durch die hohe Anzahl zu erwarten, ist der Mittelstand der größte Arbeitgeber der Region. Mit einer Quote von 78,1 % befinden sich Arbeitnehmer in einer Anstellung in Betrieben mit weniger als 250 Beschäftigten. Damit liegt Sachsen im Bereich des Arbeitsmarktes auch knapp über dem Durchschnitt der Neuen Bundesländer und deutlich über dem gesamtdeutschen.

Zusammenfassend wird deutlich, dass Sachsen mittelständisch geprägt ist. Die Unternehmen sind zwar im Durchschnitt nicht so groß wie in anderen Bundesländern, jedoch wird das durch ihre hohe Anzahl kompensiert.

### Thüringen

Auch Thüringen ist durchweg von mittelständischen Strukturen geprägt, die sich deutlich von den alten Bundesländern differenzieren. Jedoch gibt es bei der Betrachtung der Details einzelne Unterschiede.

Zum einen liegt der Anteil der kleinen und mittleren Unternehmen am gesamt erwirtschafteten Umsatz noch einmal deutlich über dem Schnitt der alten und neuen Bundesländer. Dieser betrug in 2009 knapp 76 % des Gesamtumsatzes. Auch in Thüringen wird deutlich welche Bedeutung vor allem dem kleinen Mittelstand

zukommt. Mit 69.245 Unternehmen, die einen jährlichen Umsatz von unter 1.000.000 Euro generieren, liegt Thüringen knapp über dem bundesdeutschen Schnitt, aber unter dem des sächsischen Freistaates

Stärker als andere Regionen ist Thüringen vom demografischen Wandel betroffen und der Abwanderung der jungen und vor allem qualifizierten Bevölkerung in die benachbarten Bundesländer. Während die Arbeitslosenquote leicht sinkt, kann man auf der anderen Seite sehen, wie der Fachkräftemangel überproportional ansteigt. Berechnungen haben ergeben, dass in einigen Regionen die erwerbstätige Bevölkerung bis 2020 um bis zu 50 % sinken wird. Sollten diese Schätzungen der Wahrheit entsprechen, stehen einige Unternehmen, darunter vor allem den Familiengeführten, enorme Probleme in der Nachfolge entgegen.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Vgl. Thüringer Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Arbeit, 2011, S. 13 - 20

## **3 Unternehmensnachfolge im Mittelstand**

### **3.1 Die Rolle der Nachfolge im Unternehmenslebenszyklus**

#### **3.1.1 Lebensphasenmodell und Produktlebenszyklus**

##### **Lebensphasenmodell**

Das Unternehmen ist ein lebender, sich ständig verändernder Organismus. Somit liegt es nahe, das klassische Lebensphasenmodell aus der Betreuung von Privatkunden auch auf die Situation der Unternehmen anzuwenden.<sup>19</sup>

Das klassische Lebensphasenmodell unterstellt, dass ein Individuum im Prozess des Alterns und Reifens verschiedene Lebensphasen durchläuft. Im Zuge der ganzheitlichen Beratung der Banken wird mit Hilfe des Modells versucht, zu erkennen, in welcher Phase sich ein Kunde befindet und welche spezifischen Produkte für diese Lebensphase benötigt werden.

Das Lebensphasenmodell unterteilt dabei fünf grundlegende Lebensphasen in denen, je nach Alter, ein bestimmter Bedarf an Dienstleistungen und Finanzierungen unterstellt wird (siehe Anhang 1).

##### **Produktlebenszyklus**

Anders als beim Lebensphasenmodell bedient sich die Betriebswirtschaftslehre noch einer weiteren Methode um die Vorteilhaftigkeit eines Produktes oder Kunden zu erkennen. In der Produktlebenszyklusanalyse, die in Ihrer Gesamtheit zum Teilgebiet des Marketings zählt und in diesem Teilgebiet der Produktpolitik zuzuordnen ist, wird das Lebensalter in Zusammenhang gesetzt mit der erwarteten Umsatz und Ertragsentwicklung.

Bei der Betrachtung des Produktlebenszyklus unterscheidet man grundsätzlich vier Phasen: Einführung, Wachstum, Reife, Sättigung und Degeneration.<sup>20</sup>

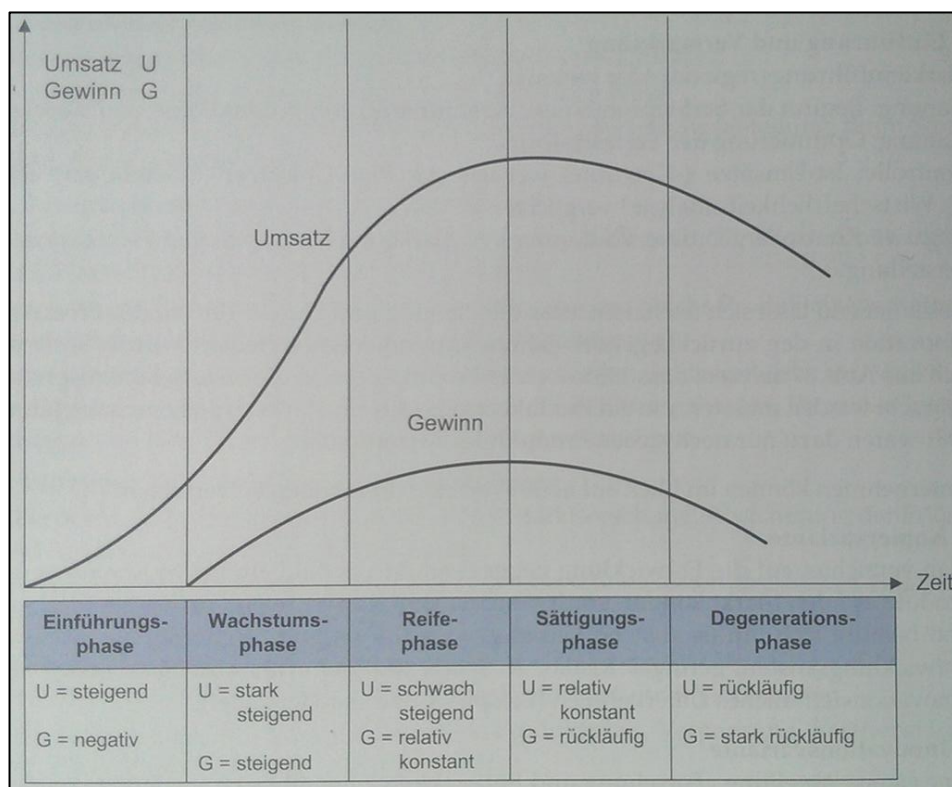
In der Einführungsphase liegen die Kosten der Produktion und des Vertriebs über den Erlösen aus dem Verkauf. Verbunden mit hohen Kosten müssen externe Hindernisse, wie Markteintrittsbarrieren überwunden werden. Der Absatz steigt nur langsam an. Die Kosten für Marketing und Überwindung der Barrieren übersteigen die Erlöse und generieren somit einen negativen Cashflow und einen negativen Gewinn. Zu diesem Zeitpunkt ist die Zukunft des Produktes noch nicht abschätzbar.

---

<sup>19</sup> vgl. BACKES; CLEMENS, 2008, S. 54 f.

<sup>20</sup> vgl. FISCHER, 2001, S. 7

In der Wachstumsphase etabliert sich das Produkt allmählich im Markt und festigt seine Stellung. Durch den erhöhten Bekanntheitsgrad, der durch die Investitionen in Phase 1 erzielt wurde, können mehr Produkte abgesetzt werden. Dies führt zu einer Erhöhung der Erlöse und bietet gleichzeitig Möglichkeiten, die Kosten im Prinzip des „economy of scale“ zu senken. Die Gewinne und der Cashflow in dieser Periode sind positiv und der Umsatz wächst erheblich an. In dieser Phase werden die Verluste aus der ersten Periode kompensiert.



**Abbildung 5** Produktlebenszyklus  
(WÖHE, 2010, S. 430)

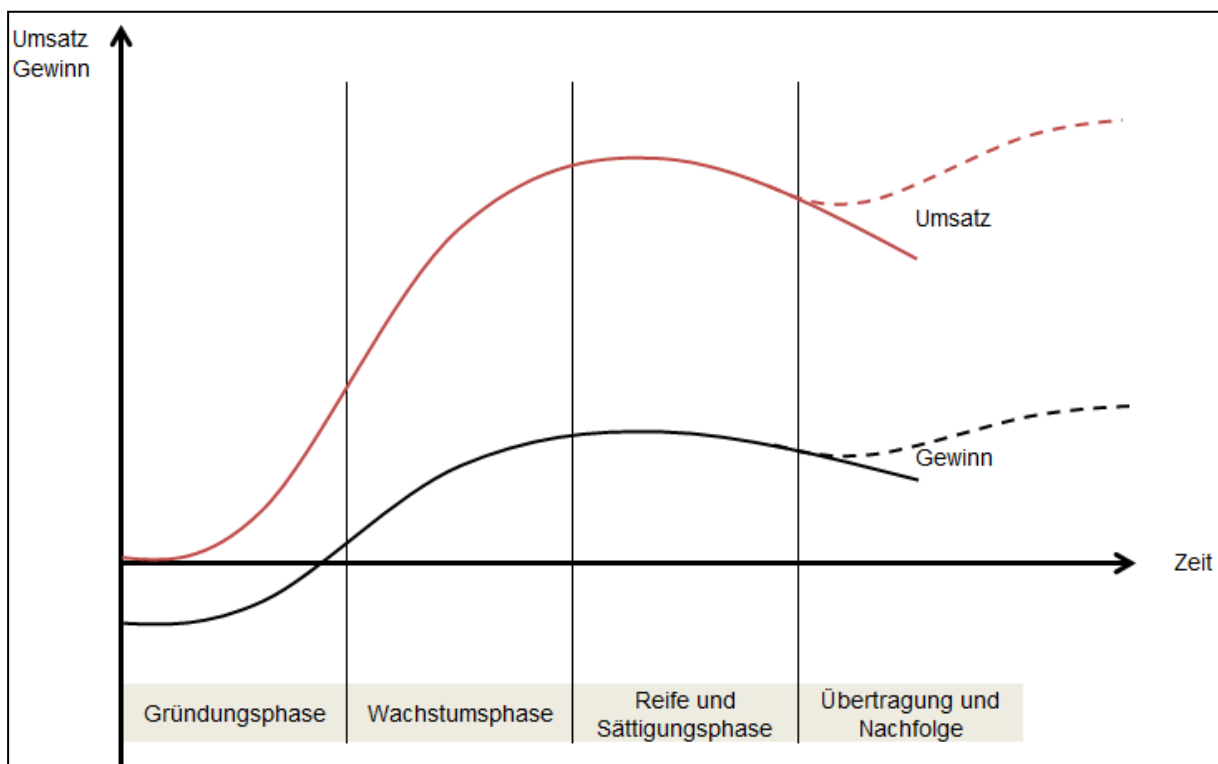
Auch in der dritten Phase, der Reifephase, nehmen die Gewinne und Umsätze weiter zu, jedoch haben sich die Zuwachsraten korrigiert und das Wachstum verläuft eher moderat. Dies kann zum einen an der Ausschöpfung des Marktes liegen, oder auch an Konkurrenzprodukten, die die Aufmerksamkeit ablenken.

In der letzten Phase verliert das Produkt an Attraktivität. Umsatz und Gewinne stagnieren und können bei Unterlassen von Gegenmaßnahmen rückläufig werden. Mit den Umsätzen sinken auch die Deckungsbeiträge. An dieser Stelle muss nun

überlegt werden, ob sich ein Relaunch des Produktes lohnt, oder ob es ökonomisch sinnvoller ist, einen Sortimentswechsel in Betracht zu ziehen.<sup>21</sup>

### 3.1.2 Unternehmenslebenszyklus

Betrachtet man Unternehmen als selbstständige, in sich geschlossene Organismen, also als Systeme, in denen streng hierarchisch gegliederten Zellen zusammenwirken, lassen sich die Erkenntnisse aus den vorgenannten Theorien auch auf Unternehmensebene übertragen<sup>22</sup>. Dabei lässt sich aus dem Lebensphasenmodell der Beratungsbedarf jeder einzelnen Phase im Groben ableiten und darüber hinaus die prognostizierte Entwicklung des Unternehmens verfolgen. Das Institut für Mittelstandsforschung Bonn unterteilt den Unternehmenslebenszyklus in die Phasen der Gründung, Wachstum und Unternehmensnachfolge.<sup>23</sup> Abgeleitet aus dem Produktlebenszyklus, kann diese Aufzählung um die Reife- und Sättigungsphase ergänzt werden.



**Abbildung 6** Unternehmenslebenszyklus abgeleitet aus Produkt- und Lebensphasenmodell (eigene Darstellung)

<sup>21</sup> vgl. BREDE, 2004, S. 159 ff

<sup>22</sup> vgl. WITTE, 2007, S. 21

<sup>23</sup> online: Unternehmenslebenszyklus, 2013 (02.08.2013)

## **Gründung**

Der Unternehmenslebenszyklus gliedert sich in bis zu vier einzelne Phasen. Wie in Abbildung 6 gezeigt, ist die Unternehmensgründung die Erste Lebensphase eines Unternehmens. In dieser Phase dominiert der Beratungsbedarf nach der geeigneten Rechtsform und der Suche nach Kapitalgebern, die gewillt sind ein bis zu diesem Zeitpunkt nicht abschätzbares Risiko zu übernehmen. Typischerweise sind die Gewinne und der Cashflow in der Gründungsphase negativ. Wie bei dem Produktlebenszyklus, muss auch das Unternehmen bestimmte, meist kostenintensive, Markteintrittsbarrieren überwinden um am Markt Fuß zu fassen. Im Jahr 2012 ist die Zahl der Gründungen um 13,7 % auf 436.000 im gesamten Bundesgebiet zurückgegangen.<sup>24</sup> Diese Entwicklung liegt aufgrund der Reduzierung der Gründungsförderung noch unter den erwarteten Werten. Bedenklich ist jedoch, dass in 2012 erstmals seit Mitte der 70er wieder ein negativer Gründungssaldo zu verzeichnen ist. In diesen Zahlen sind jedoch nur die Neugründungen berücksichtigt. Neben dieser Form, ist auch die Übernahme eines bestehenden Betriebes eine Möglichkeit der Gründung, bei der möglicherweise die Hürden der ersten Phase umgehen kann.

## **Wachstum**

Die zweite Phase im Unternehmenslebenszyklus ist die Wachstum und Reifephase, dabei wird gelegentlich die Reifephase als eigene Phase dargestellt, soll aber hier zur Vereinfachung in die Phase des Wachstums mit integriert werden. In dieser Phase steigen sowohl die Absatzzahlen als auch die Gewinne. Durch Nutzen von Synergieeffekten können die Produktionskosten reduziert werden. Die anfänglichen Schwierigkeiten am Markt sind überwunden und das Unternehmen hat sich einen festen Platz erarbeitet. Verluste, die in der ersten Phase eingetreten sind, konnten mittlerweile kompensiert werden. Das Unternehmen steht auf Kurs der Erweiterung und Expansion. In dieser Phase gilt es kluge Entscheidungen zu treffen, um dem Wachstumstrend zu folgen und nicht zu schnell in die Reifephase zu rutschen. In dieser Phase wird antizipiert, dass ein erhöhter Bedarf an Finanzierungsmöglichkeiten besteht, um das Geschäft weiter auszudehnen. Darüber hinaus lassen sich durch ein effektives Liquiditätsmanagement Kosten senken und Zusatzgewinne generieren

## **Nachfolge und Übertragung**

Mit zunehmendem Alter des Unternehmers, stellt sich auch das Problem der Nachfolge in den Mittelpunkt der Betrachtung. Doch die Übergabe des Lebenswerkes kann nicht nur altersbedingt verursacht werden. Da meist die Übergabe des Unternehmens gleichzeitig die Altersvorsorge darstellt, sind im

---

<sup>24</sup> vgl. GÜNTERBERG, 2012, S.2



gesamten Prozess der Übergabe zahlreiche komplexe Faktoren, wie Wertermittlung, steuerliche Aspekte, Übergabemodalitäten und zahlreiche andere Aspekte zu betrachten. Das IfM Bonn schätzt die Zahl der zu übergebenden Unternehmen in Deutschland von 2010 bis 2014 auf circa 110.000 Familienunternehmen. Dies entspricht 3 % aller Unternehmen, die bis in das nächste Jahr den Besitzer Wechseln. Betroffen von den Übergaben sind in den Unternehmen circa 1,4 Millionen Beschäftigte innerhalb des Vierjahreszeitraumes.<sup>25</sup>

## **3.2 Der Nachfolgeprozess**

### **3.2.1 Beteiligte Personen und Personengruppen im Nachfolgeprozess**

#### **Übergebende Generation**

Der Prozess der Unternehmensnachfolge ist ein komplexer Prozess, der neben den rein betriebswirtschaftlichen Aspekten wesentlich die Erwartungen und Absichten aller Teilnehmer berücksichtigen muss. In der Nachfolgeberatung ist es wichtig alle Teilnehmer genau zu identifizieren und zu erörtern welche Erwartungen sie in den einzelnen Phasen der Übergabe haben. Diese Kenntnis hilft Konfliktsituationen vorzubeugen beziehungsweise in den Konflikten einvernehmliche Lösungen zu finden. Auch die Information der jeweiligen Teilnehmer zur richtigen Zeit kann dazu beitragen Konflikte zu vermeiden.<sup>26</sup>

Gerade in mittelständischen Unternehmen liegen Unternehmensführung und Eigentum oft in einer Hand. Dies führt zu einer starken Identifizierung des Unternehmers mit dem Betrieb. Stärker wird die Bindung zum Unternehmen dann, wenn der Betrieb schon von den vorherigen Generationen in Familienbesitz war oder der Unternehmer selbst Gründer beziehungsweise Gründungsmitglied war. Durch diese Personifizierung ist bei der Beratung auf einige Besonderheiten zu achten. Stärken und Schwächen des Unternehmens können schnell als persönliche Eigenschaften aufgefasst werden. Bestehende Defizite werden vom Unternehmer durch die Betriebsblindheit nicht erkannt. Die Aufgeschlossenheit gegenüber Veränderungen ist meist sehr gering.

Im Nachfolgeprozess liegt die Hauptrolle bei der abgebenden Generation. Der Eigentümer muss frühzeitig aufgeklärt werden und sich seiner Ziele und Erwartungen bewusst werden. Durch die enge Bindung des Eigentümers mit dem Unternehmen

---

<sup>25</sup> vgl. HAUSER; KAY, 2010, S. 20ff

<sup>26</sup> vgl. RUBACH; KOEPKE

gilt es frühzeitig Pläne für die Nachfolge zu machen, da ein plötzliches Ausfallen des Unternehmers oft die Stabilität des Unternehmens gefährdet.<sup>27</sup>

Neben der Überwindung das Lebenswerk abzugeben oder zu veräußern, stellen sich mit dem beruflichen Wechsel auch persönliche Veränderungen ein. Die Freizeit muss gefüllt werden, Kontakte, die meist durch den Beruf bestimmt werden, verlagern sich und Verantwortung fällt auf andere. Oft wird von der Übergabe erwartet, dass auch nach Ausscheiden des Unternehmers die Versorgung der Familie gewährleistet wird.<sup>28</sup>

### **Übernehmende Generation**

Essentiell für eine erfolgreiche Nachfolge ist die Suche nach einem geeigneten Nachfolger. Ein Nachfolger ist dann geeignet, wenn seine fachliche Kompetenz ihn dazu befähigt, das Unternehmen zu führen. Dies erfordert neben Branchenkenntnissen auch in einem gewissen Maße soziale Kompetenz.<sup>29</sup> Der Übernehmende sollte die Ansichten über die Zukunft des Unternehmens teilen. Ist ein Nachfolger gefunden, gilt seinerseits zu überprüfen, ob sich das zu übernehmende Konstrukt seine Erwartungen hinsichtlich der Ertragskraft und des Preises erfüllt.

Die dabei durchgeführte Due Diligence dient der Einschätzung der bestehenden und zukünftigen Risiken und Chancen im Unternehmen.<sup>30</sup> Bei der Wahl des Übernehmenden sollte vor allem die fachliche Eignung festgestellt werden. Aktuell werden immer noch gut die Hälfte der Unternehmen innerhalb der Familie weitergegeben<sup>31</sup>. Dabei werden oft persönliche Aspekte wie Familienbande und Misstrauen vor fremden Managern, vor das Wohl des Unternehmens gestellt.<sup>32</sup>

Vor allem bei mittelständischen Unternehmen, bei denen die Identifizierung des Eigentümers stark ausgeprägt ist, ist die Übereinstimmung zwischen den beiden Partnern von entscheidender Bedeutung. Durch die Prägung des Unternehmens unter der Hand des Alteigentümers, ist es oft von Nutzen, eine Zeit lang die Führung zusammen zu übernehmen. Eine vertrauenswürdige Beziehung zwischen den beiden Partnern stellt damit die Voraussetzung für das Gelingen des Vorhabens.

---

<sup>27</sup> vgl. BIELER, 2012, S.19

<sup>28</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 170ff

<sup>29</sup> vgl. BIELER, 2012, S. 25 f

<sup>30</sup> vgl. GRILL; PERCZYNSKI, 2010, S. 439 f.

<sup>31</sup> vgl. BALZ; BERNAU-HENKEL, 2006, S. 63

<sup>32</sup> vgl. BAUS, 2012, 42 ff

Neben der Nachfolge durch ein Familienmitglied besteht auch die Möglichkeit der Nachfolge durch Freunde, Bekannte, Mitarbeiter oder externer Konkurrenten. Je nach Übertragungsart ist aus verschiedenen Übertragungsmodellen zu wählen.

### **Mitarbeiter**

Um Unmut in der Belegschaft zu reduzieren ist es wichtig die Mitarbeiter rechtzeitig von dem Führungswechsel in Kenntnis zu setzen. Grundsätzlich werden Eigentümerwechsel mit einschneidenden Veränderungen assoziiert, die zu einer Ablehnung jeglicher Neuerung führen. Um solche Reaktionen zu verhindern, sollte mit den leitenden Angestellten Einzelgespräche geführt werden, um somit eine positive Erwartungshaltung zu erzeugen.

### **Kapitalgeber**

Diese Gruppe umfasst vor allem die Hausbanken, die das Unternehmen langjährig betreuen. Der Firmenkundenbetreuer ist meist die erste Person, die den Anstoß und die Erstberatung zum Thema Nachfolgeprozess vornimmt. Dies hat vor allem zwei Gründe.

Eine unregelmäßige Nachfolge ist ein Geschäftsrisiko und mindert somit die Bonität des Unternehmens. Durch eine frühzeitige Herangehensweise an das Thema können beide Seiten angemessene Vorsorge treffen. Darüber hinaus ist die Bank maßgeblich an der Finanzierung der Nachfolge beteiligt. Sie wird jedoch einer Finanzierung nur zustimmen, wenn sie sowohl vom Geschäftskonzept und von der Person des Nachfolgers überzeugt ist.

Im Nachfolgeprozess können Banken doppelt Erträge generieren. Während der Käufer die Finanzierung über die Hausbank darstellt, wird der Alteigentümer das erhaltene Geld anlegen.<sup>33</sup>

Meist sind es auch die Banken, die Kontakte zu den für die Nachfolge notwendigen Unternehmensberatern, Notaren und Juristen aufbauen. Ihnen kommt damit die Rolle des Multiplikators und Mediators zu.

### **Kunden und Lieferanten**

Gerade kleine mittelständische Unternehmen haben eine informelle und persönliche Beziehung zu ihren Kunden. Konditionen zu den Lieferanten wurden über Jahre hinweg ausgehandelt und Aufträge von Kunden auf persönlicher Ebene erarbeitet. Ein neues Management bringt damit ein gewisses Maß an Unsicherheit für beide Seiten. Aus diesem Grund ist es wichtig auch mit den wichtigsten Kunden Gespräche

---

<sup>33</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 176 f

zu führen und das neue Management vorzustellen. Dabei muss das Management die Rückendeckung des Alteigentümers erhalten.

Komplizierter wird die Thematik, wenn zwischen Unternehmen und Lieferanten vertragliche Bestimmungen bestehen, wie es gelegentlich bei Franchisenehmern vorzufinden ist. Dabei können den Lieferanten ein Mitspracherecht bei der Auswahl des neuen Eigentümers zugesprochen werden.

### 3.2.2 Ziele und Gründe der Nachfolge

Die meisten Unternehmer meiden das Thema der Nachfolge. Wahrscheinlich, weil es unmittelbar mit dem eigenen Altern und Dahinscheiden in Verbindung gebracht wird. Der Impuls, sich mit dem Thema zu befassen, kann von zwei Seiten ausgelöst werden.

Erste Möglichkeit ist ein persönlich prägendes Ereignis, wie ein gesundheitlicher Schlag, der nicht unbedingt den Unternehmer selbst betreffen muss, ein runder Geburtstag oder Probleme mit der Technik, den Controllingssystemen und bei aktuellen Regularien Schritt zu halten.

Die zweite Seite ist der Druck, der meist von den Banken ausgeübt wird. Eine ungeklärte Nachfolge stellt ein Geschäftsrisiko dar und mindert somit das Rating und die Bonität des Kunden.<sup>34</sup>

Übergabegrund	Alter	Tod	Krankheit	Gesamt
<b>Anzahl der Unternehmen</b>	18.900	2.200	900	22.000
<b>Prozentualer Anteil</b>	86 %	10 %	4 %	100 %
<b>Beschäftigte</b>	247.000	29.000	11.000	287.000

**Tabelle 3** Unternehmensübertragungen 2012 – 2014  
(Eigene Darstellung in Anlehnung an BORST; FAUST, 2012, S. 10)

Wie in Tabelle 3 zu sehen, bleibt das Alter die häufigste Ursache sich mit der Nachfolge zu beschäftigen. Für die verbleibenden 14 % der Unternehmen für die die Nachfolge unerwartet eintritt, ist es schwierig eine zufriedenstellende Lösung zu finden, von der die übergebende Generation profitiert. Oft bleibt bei solchen Schlägen nur die Liquidation des Unternehmens. Nicht in der Statistik aufgeführt ist das generelle Desinteresse des Eigentümers an der Fortführung des Betriebs. Dies kann beispielsweise durch Probleme mit der Belegschaft, den Lieferanten und den Kunden ausgelöst werden.

<sup>34</sup> vgl. BIELER, 2008, S. 19

Je nach Übergabegrund resultieren andere Anforderungen an die Beratung im Nachfolgeprozess. Während das Erreichen eines bestimmten Alters noch Handlungsspielraum bereithält, ist es für die übrigen Gründe schwer noch rechtzeitig einen geeigneten Nachfolger zu finden. Auch die Ziele des Unternehmers können, abhängig vom jeweiligen Grund, stark differieren. Während der Unternehmer, der sich frühzeitig mit der Nachfolge beschäftigt die Maximierung des Erlöses anstreben kann, ist es für einen erkrankten Unternehmer lediglich das Ziel, das Unternehmen schnellstmöglich zu veräußern oder zu übertragen. Aus diesem unterschiedlichen zeitlichen Horizont variiert auch die Höhe des erzielbaren Erlöses.

Bevor es der Verkaufsprozess initiiert werden kann, gibt es einige psychologische Hürden zu überwinden. Mit der Aufgabe des Unternehmens, gibt der Eigentümer in den meisten Fällen auch sein Lebenswerk ab. Dies erfordert eine möglichst sensible Herangehensweise und eine individuell zugeschnittene Beratung. Es ist wichtig, die Ziele klar zu definieren. Diese können sein die Erhaltung des Lebenswerkes oder möglichst hoher Verkaufserlös zur Sicherung der Altersvorsorge sein.

Auch bei dem Wert des Unternehmens können die Ansichten des Eigentümers und der Käufer weit auseinanderdriften. Während der Unternehmer genau weiß, welche Arbeit und welcher Aufwand er in den Erhalt seines Betriebes investiert hat, zählen für den Käufer nur hard facts. Letztendlich gilt: Ein Unternehmen ist nur so viel wert, wie sich am Markt dafür realisieren lässt.

Auch bei der Wahl der Nachfolgevariante muss genau analysiert werden, ob dadurch der Unternehmenserhalt gesichert ist. In vielen Familienbetrieben steht fest, dass der Sohn oder die Tochter später das Unternehmen weiterführen wird. Vorher muss jedoch geprüft werden, ob der Wille und die persönliche und fachliche Kompetenz dazu besteht das Unternehmen weiterzuführen. Andernfalls kann schnell das Prinzip des sinkenden Generationenertrags eintreten.<sup>35</sup>

Eine pauschale Lösung für diese Problemstellungen kann leider nicht gegeben werden, da man je nach Unternehmerperson individuell auf die Bedürfnisse eingehen muss und schon kleine Fehler erheblichen Schaden anrichten können.<sup>36</sup>

---

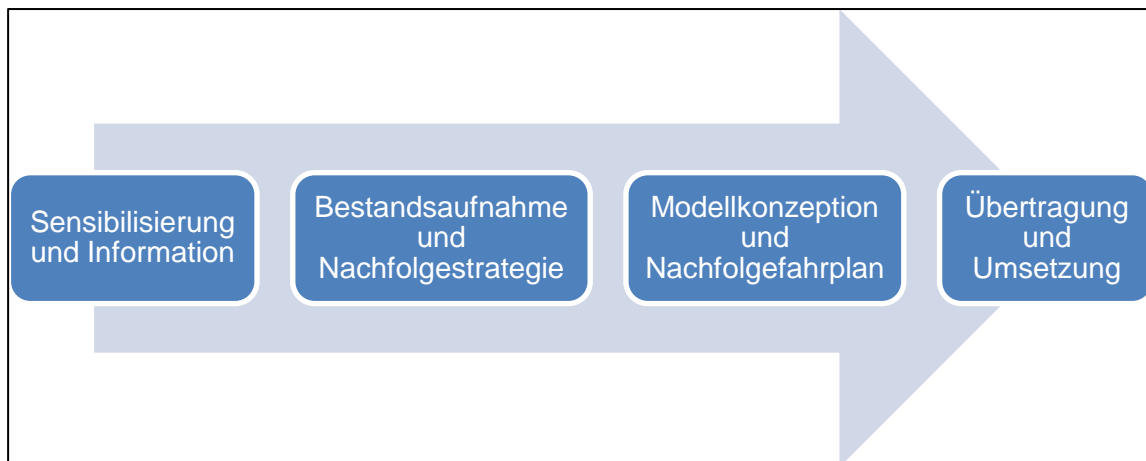
<sup>35</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 28

<sup>36</sup> vgl. NIGGEMANN, 2012, S. 125

### 3.2.3 Ablauf der Nachfolge

Nach Auffassung des IfM Bonn liegt eine Unternehmensnachfolge vor, wenn in einem Unternehmen ein Leitungswechsel vorliegt, der in der Person des Eigentümers begründet liegt.<sup>37</sup>

Selbstverständlich lässt sich die Nachfolge nicht nach immer dem gleichen Schema durchführen, denn jedes Unternehmen, jeder Eigentümer und jeder Nachfolger hat seine eigenen Besonderheiten, die bei der Beratung und Durchführung beachtet werden müssen. Der Prozess der Nachfolge lässt sich jedoch in vier Phasen gliedern die sich im Allgemeinen immer wiederholen. In diesen wird aufeinander aufbauend festgelegt, welche einzelnen Schritte von der Erstberatung und Kommunikation aller Beteiligten bis hin zur endgültigen Übertragung und Einführung des Managements zu gehen sind. Die Inhalte der einzelnen Phasen müssen wiederum speziell auf das Unternehmen angepasst werden.



**Abbildung 7** Prozessgestaltung der Unternehmensnachfolge  
(Eigene Darstellung in Anlehnung an FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 181)

#### **Sensibilisierungs- und Informationsphase**

Im ersten Schritt ist wichtig zu erkennen, welche Personen im Prozess welche Rolle einnehmen und welche speziellen Erwartungen und Ziele Sie haben. Diese können je nach Position sehr unterschiedlich sein. Je mehr Konsens in dieser Phase erreicht werden kann, desto einfacher gestaltet sich im späteren Verlauf das Zusammenarbeiten. Impuls für dieses Thema sollte im besten Fall von Seiten des Unternehmers kommen. In der Praxis zeigt sich jedoch häufig ein anderes Bild, denn Unternehmer befassen sich meist erst dann mit dem Thema, wenn der Handlungsspielraum unangenehm eng geworden ist.

<sup>37</sup>online: Unternehmensnachfolge, 2013 (10.08.2013)

Wichtig in dieser Phase ist eine klare Zieldefinierung, denn „wer nicht weiß wo er hin will, kommt vielleicht gerade da an, wo er nicht hinwollte!“<sup>38</sup> Die Ziele müssen klar und eindeutig definiert formuliert werden.

### **Bestandsaufnahme und Nachfolgestrategie**

Nach erfolgter Sensibilisierung erfolgt die Bestandsaufnahme. Dabei soll analysiert werden welchen Betrag der abgebende Unternehmer für das Unternehmen verlangen kann, welchen Preis der Übernehmende bereit ist zu zahlen und welchen Wert das Unternehmen mit allen Unternehmensteilen besitzt. Ziel dieser Due Diligence ist die Analyse der Übergabewürdigkeit des Unternehmens.

„Die Übernahmewürdigkeit setzt die ökonomisch attraktive Verfassung eines Unternehmens voraus, die sich aus dem Ertragswert, also der Summe der diskontierten Gewinne der Zukunft, ableitet“<sup>39</sup>. Zur Ermittlung dieser Ertragskraft bedient sich die Praxis diverser Methoden, deren Konsistenz in einem späteren Teil erläutert werden soll.

Sollte zu diesem Zeitpunkt noch nicht „der richtige“ Nachfolger gefunden sein, ist es Aufgabe dieser Phase eine geeignete Person zu finden beziehungsweise die vorhanden auf Ihre fachliche und persönliche Eignung zu überprüfen. Die Nachfolgestrategie umfasst dabei die Selektion zwischen familieninterner, familienexterner, betriebsinterner oder betriebsexterner Nachfolge. Jede Wahl hat folgenden für den zu erarbeitenden Nachfolgefahrplan und die Gestaltung der Übergabe und Auswirkungen auf die erb- beziehungsweise steuerrechtlichen Aspekte.

### **Modellkonzeption und Nachfolgefahrplan**

Im Dritten Schritt der Nachfolge wird die Übertragung des Vermögens und der Führungsverantwortung genauer untersucht. Ziel der Vermögensübertragung ist die möglichst optimale Ausnutzung aller steuerrechtlichen Spielräume. Wohingegen der Führungswechsel möglichst reibungslos vollzogen werden soll.

Zur Übertragung der Führungsverantwortung gibt es verschiedene Modelle. Sie kann entweder sofort oder über einen definierten Zeitraum hinweg erfolgen. Theorie und Praxis sind sich hierbei einig, dass ein Zeitraum der gemeinsamen Führung die Einarbeitung des neuen Managements erheblich erleichtert. Dieser Zeitraum kann auf ein bis drei Jahre festgelegt werden und verhilft dem Übernehmenden das

---

<sup>38</sup> FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 181

<sup>39</sup> BROST; FAUST, 2012, S. 8

Hineinwachsen in seine neuen Aufgaben. Möglich sind auch die Bildung eines Beirates oder Beraterverträge mit dem Altmanagement.

Im Nachfolgefahplan werden alle Maßnahmen zur Umsetzung der Nachfolge verbindlich vereinbart und zeitlich geregelt. Die Nötige Verbindlichkeit schafft der Letter of Intent (LoI), der von den beteiligten Parteien unterschrieben wird und Sie zur Einhaltung der geplanten Teilschritte verpflichtet.<sup>40</sup>

### **Übertragung und Umsetzung**

Selbst nach Abschluss der Verträge gibt es für die Beteiligten einiges zu beachten. Nach Übernahme der vollständigen Führungsverantwortung gilt es Kunden- und Lieferantenstruktur erneut zu prüfen um aus der eigenen Erfahrung mögliche Kurskorrekturen einzuleiten. Bei der Veräußerung an einen externen Unternehmer gilt es mögliche Synergiepotentiale aufzudecken.

Wichtiger Bestandteil dieser Phase ist auch die Mitarbeiter mit ins Boot zu holen. Durch Kommunikation der Veränderungen und transparente Führung müssen der Belegschaft mögliche Ängste genommen werden.

## **3.3 Mögliche Ausprägungen von Nachfolgeformen**

### **3.3.1 Unterscheidung der Nachfolgemöglichkeiten**

Zur Durchführung der Nachfolge gibt es zahlreiche Mittel und Wege. Folgende Darstellungen sollen einen Überblick über die Einordnung der Möglichkeiten geben und kurz erläutern, worum es sich inhaltlich handelt.

Die Erste Matrix (siehe Tabelle 4) betrachtet die Nachfolge von Eigentum und Führungsverantwortung als separate Prozesse. Dabei kann jeder Teil an verschiedene Teilnehmer abgegeben werden. Somit ist es möglich das Eigentum an der Unternehmung innerhalb der Familie weiterzugeben, während die Führungsverantwortung durch einen externen angestellten Geschäftsführer übernommen wird. Diese Form der Nachfolge findet häufig bei größeren Familienunternehmen statt, deren Struktur und Komplexität einen Geschäftsführer mit sehr guten fachlichen Kompetenzen erfordert.

---

<sup>40</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 183



		Führungsnachfolge:		
		Familienangehörige	Mischformen	Familienfremde
Eigentumsnachfolge:	Familien-angehörige	traditionelle, rein familieninterne Nachfolge	gemischte Geschäftsführung	Eigentumsnachfolge mit fremden Geschäftsführer, Verpachtung
	Mischformen	Partner, Venture Capital-Geber, Beteiligungsgesellschaft	Einbezug aktiver Partner	Stiftungslösung
	Familienfremde	Grenzfall: Weiterbeschäftigung von Familienangehörigen nach einem Verkauf		strategischer oder persönlicher Verkauf

**Tabelle 4** Formen der Unternehmensnachfolge  
(eigene Darstellung in Anlehnung an PFANNENSCHWARZ, 2006, S. 55)

Die häufigste Form der Nachfolge ist die einheitliche Übergabe von Eigentum und Führungsverantwortung innerhalb der Familie. Gut die Hälfte der Übertragungen werden heute noch nach diesem Prinzip durchgeführt.<sup>41</sup>

Bei der Übertragung des Eigentums auf Familienangehörige kann es jedoch auch sinnvoll sein, neben dem Familieninternen Nachfolger noch einen externen Geschäftsführer einzustellen. Dies macht dann Sinn, wenn die Komplexität des Unternehmens ein gewisses Maß an Fachwissen erfordert, das der interne Nachfolger noch nicht vorweisen kann. Ein weiterer Vorteil sind die neuen Ideen, die durch einen externen Mitarbeiter in das Geschäft eingebracht werden können. Denkbar ist auch, dass ein Mitarbeiter aus dem Unternehmen in der Führungshierarchie nach oben aufsteigt um durch langjährige Kenntnis des Unternehmens das Familienmitglied zu unterstützen.

Durch die Verwendung von Mischformen, gelangt frisches Kapital in das Unternehmen, jedoch verschieben sich dadurch die Stimmverhältnisse. Die Aufnahme neuer Gesellschafter kann notwendig sein, wenn das Unternehmen in Schieflage geraten ist und den Liquiditätsengpass nicht aus eigener Kraft überwinden kann. Darüber hinaus kann die Aufnahme neuer Gesellschafter eine Möglichkeit der Wachstumsfinanzierung sein. Auch wenn die Finanzierung der Unternehmensnachfolge nicht vom Cashflow getragen werden kann, ist es notwendig Kapitalgeber zu finden. Diese können neben der Gewinnbeteiligung auch ein Mitspracherecht bei der Unternehmensführung verlangen.

<sup>41</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 27

Bei der Eigentumsübertragung an Externe gibt es grundsätzlich zwei Varianten. Beim strategischen Verkauf an eine fremde Person oder Gesellschaft besteht die Möglichkeit sich durch vertragliche Regelung die Rolle als Geschäftsführer (teilweise) zu erhalten. Impulse dafür können von Seiten der übergebenden Generation stammen, die das Ziel verfolgt sich für die Zukunft abzusichern, oder von der übernehmenden Generation, die die fachliche Kompetenz des Alteigentümers kennt und zumindest für den Übergangszeitraum von dieser profitieren möchte.

Eine andere Möglichkeit der Klassifizierung zeigt Tabelle 5. Dabei wird unterschieden ob der Nachfolgende aus dem Kreise der Familie entstammt, ein bisheriger Mitarbeiter des Unternehmens ist, oder ein externer Nachfolger gewählt wurde. Es wird eine Einheit bei Übertragung von Eigentum und Führungsverantwortung unterstellt.

		Unternehmensbezogen	
		intern	extern
Familienbezogen	intern	Nachfolge durch Familienangehörigen, der bereits im Unternehmen beschäftigt ist	Nachfolge durch ein Familienmitglied, welches bisher noch nicht im Unternehmen tätig ist
	extern	Nachfolge durch Mitarbeiter des Unternehmens (MBO)	Nachfolge durch ein externes Management (MBI)

**Tabelle 5** Unternehmens- und Familienbezogene Nachfolgemöglichkeiten (eigene Darstellung in Anlehnung an HACKER; SCHÖNHERR, 2006, S. 55-57)

Auch in dieser Matrix ist die rein interne Nachfolge die typischste Ausgestaltung. Dabei wird hier unterschieden ob der Familienangehörige bereits im Unternehmen beschäftigt ist, oder neu in das Unternehmen eingeführt werden muss. Vor allem in der Belegschaft kann die Wahl eines Betriebsfremden zu Unmut führen, da unterstellt wird, dass Abstammung vor fachliche Kompetenz gestellt wird. Auch der Management Buy Out (MBO), der Kauf des Unternehmens durch einen Mitarbeiter, kann zu einem Hindernis führen, da der Übernehmende aus der Rolle des Kollegen in die Rolle des Chefs wechselt. Beim Management Buy In (MBI) wird das Unternehmen durch ein externes Management übernommen.

In der Darstellungen nicht erfasst sind Mischformen wie die Börsennotierung (IPO) oder die Mischform aus MBI und MBO, dem Buy In Management Buy Out (BIMBO)

In der weiteren Betrachtung soll, wegen der einfacheren Verständlichkeit von der Einheit von Eigentums- und Führungsübertragung ausgegangen werden. Die verwendete Klassifizierung bezieht sich damit auf die zweite Abbildung. Dabei ist,

wenn von interner und externer Nachfolge gesprochen wird, die Familienperspektive gemeint.

### **3.3.2 Interne Nachfolge**

#### **3.3.2.1 Unentgeltliche Nachfolge**

Über die familieninterne Nachfolge wird im Deutschen Mittelstand der Großteil der Übergaben dargestellt. Trotz der hohen Relevanz in der Praxis, soll an dieser Stelle nur ein Überblick über die Möglichkeiten der internen Nachfolge mit rechtlichen und steuerlichen Aspekten gegeben werden.

Bei der unentgeltlichen Nachfolge werden die Geschäftsanteile des zu übergebenden Unternehmens ohne Gegenleistung in Form einer Kaufpreiszahlung auf den Nachfolger übertragen. Vorrangiges Ziel ist Erhalt und Fortführung des Unternehmens.

Diese Form der Übertragung hat den Vorteil gegenüber dem Erbe, dass Wertsteigerungen, die zu Lebzeiten eintreten nicht als Erbschafts- beziehungsweise Schenkungssteuer veranlagt werden. Die Übertragung kann aber nur gelingen, wenn innerhalb der Familie Einigkeit über die Aufteilung des Vermögens herrscht. Die Praxis zeigt, dass beim Thema des Erbes in fast allen Fällen Konflikte auftreten können. Außerdem sind rechtliche Positionen selbst durch die Erstellung eines Testaments nicht zu beseitigen. Der benachteiligte Ehepartner kann durch die Wahl der güterrechtlichen Lösung und Zahlungsanspruch des Zugewinnausgleichs für erhebliche Liquiditätsabflüsse im Unternehmen führen. Gleiches gilt bei den Pflichtteilsansprüchen der übrigen Erben. Die Erstellung einer Familiencharta und gegebenenfalls Erbverzichtserklärungen sollten deshalb unbedingt beachtet werden.

Vollzogen wird die teilweise oder Komplette Schenkung der Anteile an den Nachfolger mit dem Schenkungs- und Übertragungsvertrag nach § 518 BGB. Dieser muss notariell beurkundet werden. Im Vertrag besteht die Möglichkeit, Passagen zu integrieren, die dem Schenkenden das Recht erteilen, die Anteile unter bestimmten Bedingungen zurückzufordern. Da der gesetzliche Widerruf der Schenkung<sup>42</sup>, der beispielsweise bei groben Undank oder Nichterfüllung von Auflagen besteht, in den meisten Fällen nicht ausreicht, sind weitere Regelungen sinnvoll.

Weiterhin sollte der Vertrag beachten, dass sich mit der teilweisen Übertragung der Anteile auch die Stimmverhältnisse innerhalb des Betriebes verschieben, was eine Anpassung des Gesellschaftervertrags erfordert.

---

<sup>42</sup> Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) i.d.F. des Gesetzes vom 04.07.2013 § 530

Steuerlich sind die persönlichen Freibeträge nach § 16 ErbStG zu beachten, die in Tabelle 6 aufgeführt sind:<sup>43</sup>

	Freibetrag (§ 16 ErbStG)
für Ehepartner und Lebenspartner einer eingetragenen Lebenspartnerschaft*	500.000 €
für Kinder und Enkelkinder, deren Eltern verstorben sind, sowie für Stief- und Adoptivkinder	400.000 €
für Enkelkinder	200.000 €
für Eltern und Großeltern beim Erwerb durch Erbschaft	100.000 €
für Eltern und Großeltern beim Erwerb durch Schenkung, für Geschwister, Kinder der Geschwister, Stiefeltern, Schwiegerkinder, Schwiegereltern, geschiedene Ehepartner und Lebenspartner einer aufgehobenen Lebenspartnerschaft	20.000 €
für alle anderen Empfänger einer Schenkung oder Erbschaft	20.000 €

**Tabelle 6** Schenkungssteuerfreibetrag  
(ErbSchStG i.d.F. des Gesetzes vom 01.01.2011)

Der zu veranlagende Betrag liegt nicht in Höhe der Geschäftseinteile, sondern ergibt sich auf Grundlage des Unternehmenswertes, der sich nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren berechnet<sup>44</sup>. Damit hat die Unternehmensbewertung für den Alteigentümer an dieser Stelle eine andere Funktion, als es üblicherweise der Fall ist. Während beim Verkauf der Wert möglichst maximiert werden soll, gilt es bei der Schenkung den Wert des Unternehmens zur Nutzung steuerlicher Vorteile zu minimieren.

### 3.3.2.2 Entgeltliche Nachfolge

Im Gegensatz zur unentgeltlichen Nachfolge, in der die Fortführung des Unternehmens im Vordergrund steht, hat der Alteigentümer bei der Entgeltlichen Übertragung die Absicht sein Vermögen zu erhalten und sich für das Alter abzusichern. Unter entgeltlicher Nachfolge versteht man die Übertragung von Geschäftsanteilen (Share Deal) oder Teilen des Unternehmensvermögen (Asset Deal) auf einen Nachfolger. Dies geschieht meist durch den Kauf von Geschäftsanteilen durch ein Familienmitglied<sup>45</sup>. Diese Variante hat den Vorteil, dass der Verkaufserlös nicht der Schenkungssteuer unterliegt. Das Gesetz unterscheidet bei der Nachfolge zwischen entgeltlicher, teilentgeltlicher oder unentgeltlicher Nachfolge. Der Kaufpreis ist grundsätzlich frei zu gestalten, unterliegt jedoch einigen gesetzlichen Anforderungen. Der Kaufpreis sollte in Höhe des Verkehrswertes des

<sup>43</sup> Erbschaftssteuergesetz (ErbStG) i.d.F. des Gesetzes vom 01.01.2011

<sup>44</sup> Bewertungsgesetz (BewG) i.d.F. des Gesetzes vom 01.01.2011 §§199-203 BewG

<sup>45</sup> vgl. KÜHN, 2012, S. 239 ff

Unternehmens liegen. Beträge, die kleiner sind als der Verkehrswert unterliegen neben der Einkommensteuer auch der.<sup>46</sup>

Die am häufigsten verwendete Form der Übertragung ist der „share deal“, bei dem die Bilanzstruktur des Unternehmens nicht verändert wird. Die Übertragung zwischen Familienangehörigen birgt die Gefahr des Übersehens von Risiken, da man aufgrund der vorhandenen Vertrauensbasis über eine gründliche Due Diligence hinwegsieht.

Der gezahlte Kaufpreis unterliegt grundsätzlich der Einkommenssteuer. Die Erbschafts- und Schenkungssteuer kann unter der Bedingung anfallen, wenn der Kaufpreis unter dem ermittelten Verkehrswert liegt. Da in Familienunternehmen oft ein „Angehörigendiskont“ eingeräumt wird, überprüft die Finanzverwaltung die Rechtmäßigkeit der Kaufpreiszahlung. Liegt der Kaufpreis unter dem Wert des Unternehmens ist die daraus resultierende Differenz als Zuwendung nach Abzug eines Verschonungsabschlages nach § 13b Abs. 1 ErbStG und nach Abzug des persönlichen Freibetrages zu versteuern

### **3.3.3 Externe Nachfolge**

#### **3.3.3.1 Grundsätzliche Überlegung zur externen Nachfolge**

Bevor die Möglichkeiten der externen Nachfolge erörtert werden, sollte man sich im Klaren sein, aus welchem Antrieb man diese Form wählt. Da im vorangegangenen Teil der vorgelegten Arbeit bereits die Ziele und Gründer der Nachfolge an sich aus der Sicht des Altunternehmers betrachtet wurden, soll in diesem Teil die Sicht aus Seiten des Käufers erfolgen.

Die externe Nachfolge beziehungsweise aus Sicht des Übernehmenden der Kauf eines Unternehmens stellt eine besondere Form der Neugründung dar. Diese hat den Vorteil, dass die Kosten der Markteinführung und Entwicklung bereits durch den Vorgänger getragen wurden. Bestenfalls wird es dem Käufer ermöglicht ein stabiles und nachhaltig erfolgreiches Unternehmen zu übernehmen. Gerade bei der Übernahme durch einen Mitarbeiter, dem MBO, profitiert der Käufer davon, das Unternehmen in allen Facetten zu kennen und die wirtschaftliche Lage realistisch einordnen zu können.<sup>47</sup>

Doch auch fremde Unternehmer haben die Chance durch den Kauf eines Unternehmens das eigene Geschäft zu ergänzen oder zu erweitern. Die daraus entstehenden Synergieeffekte werden wie folgt beschrieben: „Die entstehende

---

<sup>46</sup> vgl. MEYER; BALL, 2012, S. 280 f

<sup>47</sup> vgl. HINNE, 2008, S. 34

Gesamtwirkung eines Vorgangs ist größer als die Addition seiner Einzelteile.“ ANSOFF versuchte dieses Phänomen anhand der Formel „2 + 2 = 5“ plakativ zu erläutern<sup>48</sup>.

Die Synergieeffekte können in verschiedenen Erscheinungsformen auftreten. Auf der Kostenseite kann ein Zusammenschluss zur Reduzierung der Fixkosten pro Stück beitragen. Dies ist durch die optimalere Auslastung von Leerkapazitäten möglich und tritt besonders bei anlageintensiven Unternehmen auf. Nicht zu verwechseln mit der Fixkostendegression, ist die Reduzierung der Kosten pro Stück durch Skaleneffekte, welche die Abhängigkeit der Produktionsmenge von der Menge der eingesetzten Produktionsfaktoren beschreibt. Dieser Effekt kann durch Spezialisierung und aus der Erfahrungskurve begründet werden und wurde erstmals durch SMITH beschrieben<sup>49</sup>. Neben den Kosten pro Stück aus Fixkosten und Economies of Scale können auf Verbundeffekte dazu beitragen die Gesamtkosten zu senken. Diesen Effekt nennt man Economies of Scope und wird erreicht durch Nutzung der gleichen Vertriebskanäle oder durch die Portierung von Know-How.

Neben den Kostenersparnissen sind Synergieeffekte auch im Vertrieb existent. Durch den Kauf eines Unternehmens wird meist auch ein großer Teils des Kundenstammes mit erworben. Diesen Marktanteil zu erwerben, hätte auf dem Weg des natürlichen Wachstums erheblich mehr Zeit in Anspruch genommen. Außerdem kann durch die Übernahme Zugriff auf bestehende Vertriebs-, Forschungs- und Entwicklungsnetzwerke erlangt werden<sup>50</sup>. Bei Kauf von Unternehmen, die das bestehende Sortiment ergänzen, können durch Cross- und Up-Selling weitere Zusatzerlöse generiert werden.

### 3.3.3.2 Möglichkeiten der Transaktion

Ein Buy-Out beziehungsweise Buy-In beschreibt die mehrheitliche Veräußerung der Geschäftsanteile an ein externes Management. Die wichtigsten Formen dieser Transaktionen sollen im folgenden Teil kurz vorgestellt und erläutert werden:

**Management-Buy-Out:** Das Unternehmen wird durch einen leitenden Angestellten des Unternehmens gekauft, der im anschließenden Prozess sowohl Führungs- als auch Eigentumsverantwortung übernimmt. Der Alteigentümer besitzt die Möglichkeit Teile des Kapitals zu behalten Die rechtliche und steuerliche Behandlung erfolgt im Wesentlichen wie bei der entgeltlichen familieninternen Nachfolge.

---

<sup>48</sup> vgl. ANSOFF, 1966, S. 97

<sup>49</sup> vgl. BALZ; ARLINGHAUS, 2003, S. 22 f.

<sup>50</sup> vgl. GAMMELGAARD, 1999, S. 11

**Management-Buy-In:** Bei einem MBI werden die Geschäftsanteile durch ein fremdes Management erworben. Kritisch bei einem externen Management ist die fehlende Einsicht in das Unternehmen und damit auch die verbundene Unsicherheit. Die fehlende Transparenz kann unter Umständen mögliche Investoren abschrecken. Andererseits kann der Altgesellschafter davon profitieren, dass das Unternehmen die Begebenheiten nicht exakt kennt und durch intelligentes Verhandeln den Verkaufspreis höher Ansetzen, als es bei dem MBO der Fall ist.

**Buy-In-Management-Buy Out:** Bei der BIMBO Variante werden die beiden oben genannten Methoden in der Form kombiniert, dass das Unternehmen durch eine Erwerbsgesellschaft gekauft und weitergeführt wird, an der sowohl neues, als auch altes Management beteiligt sind.

Weitere Formen des Buy-Outs, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll sind der Owner-Buy-Out und Employee-Buy-Out.<sup>51</sup>

**Strategischer Verkauf:** Beim strategischen Verkauf werden die Geschäftsanteile nicht durch einen Finanzinvestor erworben, sondern im klassischen M&A Prozess durch ein anderes, meist größeres Unternehmen, übernommen. Strategische Investoren zeichnen sich in erster Linie dadurch aus, dass nicht die finanziellen Aspekte im Vordergrund stehen, sondern der Erwerb von Technologien, Know-How, oder die Möglichkeit durch Kostenersparnisse Synergieeffekte zu erzielen.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> vgl. HOFFELNER, 2012, S. 313 f.

<sup>52</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 30 f.

## **4 Unternehmensbewertung und Preisfindung im Verkaufsprozess**

### **4.1 Theoretische Grundlagen zur Unternehmensbewertung**

#### **4.1.1 Zweck der Unternehmensbewertung**

Die Bewertung von Unternehmen kann bei verschiedenen Anlässen erfolgen. Unterschieden wird bei den Anlässen zwischen Bewertungen aufgrund eines Eigentümerwechsels und Bewertungen ohne Eigentümerwechsel, wie es bei der Kreditwürdigkeitsprüfung oder Sanierungsvorhaben auftreten kann. Im Bezug auf den Schwerpunkt vorliegender Arbeit, soll im Folgenden davon ausgegangen werden, dass vorrangiger Grund die Übergabe, insbesondere der Verkauf, des Unternehmens ist.<sup>53</sup>

Eine angemessene Unternehmensbewertung spielt eine essenzielle Rolle im Rahmen der Unternehmensübertragung. Sie dient zum einen der Einschätzung des Unternehmens und zum anderen der Festlegung eines Preises. Die Theorie unterscheidet beim Ziel der Bewertung zwischen zwei verschiedenen Anlässen:

#### **Investitionstheoretischer Entscheidungswert zur Kapitalanlage:**

Bei der investitionstheoretischen Entscheidung über den Erwerb eines Unternehmens betrachtet man das Unternehmen als Kapitalanlage. Es wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen unter den aktuellen Bedingungen und Plänen weitergeführt wird. Der aus dieser Betrachtung entstehende Wert soll für alle Kapitalanleger möglichst gleich sein. Ausgehend von dieser Sichtweise, ist es sinnvoll, in ein Unternehmen zu investieren, wenn die aus der Unternehmung fließenden Erträge eine Rendite erwirtschaften, die über der marktüblichen Rendite bei vergleichbarem Risiko liegen.<sup>54</sup>

#### **Unternehmenstheoretischer Entscheidungswert:**

Im Gegensatz zur investitionstheoretischen Betrachtung, unterstellt der zweite Anlass, dass der Erwerber der Anteile maßgeblich an der Führung des Unternehmens beteiligt ist. Die Bewertung dient damit der Entscheidung über die unternehmerische Tätigkeit. Durch die meist positive Einschätzung der eigenen Fähigkeiten, liegt der Wert oft höher als der Maßstab, den ein Finanzinvestor anlegt. Durch die subjektive Einschätzung des Unternehmenserfolges und der eigenen Fähigkeiten entstehen für jeden Teilnehmer individuelle Wertvorstellungen, die sich

---

<sup>53</sup> vgl. BIELER, 2012, S. 20 ff

<sup>54</sup> vgl. WÖHE, 2010, S. 572 ff.



aus dem Barwert der zukünftigen Nettoausschüttungen ergeben. Durch Verwendung dieser Betrachtung werden persönliche Preisober- und -untergrenzen festgelegt.<sup>55</sup>

## **4.1.2 Interpretation von Wertkategorien**

### **4.1.2.1 Volkswirtschaftliche Interpretation**

In der Wirtschaftswissenschaft ist der Begriff des Wertes eine abstrakte Größe, die nicht pauschal definiert und erklärt werden kann. Viel mehr wird innerhalb der Wertkategorien nach Verfahren und Anlässen unterschieden, in denen Werte ermittelt werden. Wertbegriffe, die sich in der Betriebswirtschaftslehre manifestiert haben, sind u.a. Buchwert, Wiederbeschaffungswert, Beleihungswert, Marktwert, Ertragswert, Substanzwert, Zeitwert und Restwert, wobei diese Aufzählung keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit hat. Ihnen ist jedoch allen gemein, dass über den Wert eine Beurteilung der Eigenschaften eines Objektes vorgenommen wird.

In der Volkswirtschaftslehre kann der Wert eines Gutes unter Zuhilfenahme verschiedener Theorien hergeleitet werden. Die Arbeitswerttheorie geht davon aus, dass der Wert eines Gutes durch die Zeit bestimmt wird, die zu dessen Herstellung benötigt wird. RICARDO und MARX erkannten, dass die Voraussetzung zu dieser Theorie ein bestehender Gebrauchswert oder auch Nutzen ist.<sup>56</sup>

Die zur Mikroökonomie gehörende Nutzenstheorie führt die Idee weiter, dass jedes Gut einen individuellen Nutzen besitzt. Dieser zusätzlich gestiftete Nutzen, als Grenznutzen bezeichnet, nimmt jedoch mit jedem zusätzlich verfügbaren Gut einen gewissen Anteil ab. Damit bemisst sich der Wert eines Gutes anhand der Höhe des gestifteten Nutzens.<sup>57</sup>

Der Wert aller Waren wird in Geldeinheiten ausgedrückt, dem Preis. Spezifiziert wird hierbei nicht, welcher Wert explizit gemeint ist und unter welchen Bedingungen er gemessen wird. Es wird impliziert, dass der Wert einer Sache oder eines Gutes für die Allgemeinheit gültig ist.<sup>58</sup>

Die arbeitswerttheoretische Betrachtung ist für die Bewertung von Unternehmen gänzlich ungeeignet. Zwar kann der Wert der Produkte untersucht werden, jedoch wird die Theorie inhaltlich der ganzheitlichen Betrachtung des Unternehmens nicht gerecht. Die nutzentheoretische Betrachtung hingegen liefert validere Ansätze zur Beurteilung. Als Maßstab des Nutzens können Nettoausschüttungen aus dem

---

<sup>55</sup> vgl. BORN, 2003, S. 5

<sup>56</sup> Vgl. WOLL, 2011, S. 96 f

<sup>57</sup> Vgl. MÜLLER, 2009, S. 194 ff

<sup>58</sup> Vgl. MÜLLER, 2009, S. 87 ff

Unternehmen mit alternativen Kapitalanlagen verglichen werden, die ein ähnlich hohes Risiko aufweisen. Dadurch kann man den Wert eines Unternehmens schätzen, indem man den daraus resultierenden Nutzen mit dem Nutzen aus anderen Anlagen vergleicht.

#### **4.1.2.2 Betriebswirtschaftliche Interpretation**

In der Literatur werden die Verfahren zur Bewertung von Unternehmen anhand von verschiedenen Charakteristika abgegrenzt: Die Unternehmensbewertung dient, wie bereits im Abschnitt 4.1.3.1 erläutert, der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer Investition. Das dazu gebräuchlichste Verfahren ist die Diskontierung zukünftiger Nettoausschüttungen zur Ermittlung des Ertrags- beziehungsweise Zukunftserfolgswertes. Dabei wird der entstehende Nutzen verglichen mit dem Nutzen alternativer Investitionen mit vergleichbarer Risikostruktur. Das zweite Verfahren untersucht den entstehenden Aufwand bei Replikation des Unternehmens. In diesem Substanzwertverfahren wird überprüft, ob es günstiger ist ein Unternehmen zu übernehmen, oder aus eigener Kraft neu zu errichten. Das dritte und letzte Verfahren, das im Rahmen dieser Arbeit näher untersucht werden soll ist das Multiplikatorverfahren. Dabei wird der Marktwert des Unternehmens mit denen vergleichbarer Unternehmen analysiert.<sup>59</sup>

Gemeinsames Problem der Bewertungsverfahren ist die Ermittlung einer allgemeingültigen Wertgröße, die auch in der Realität ein aussagekräftiges Bild schafft. Es wird generell zwischen einem objektiven Wert, einem objektiviertem Wert und einem subjektivem Wert unterschieden:

#### **Objektiver Wert**

Eine eindeutige Definition des objektiven Wertes existiert nicht. Ziel ist es, einen Wert zu ermitteln, der für alle Beteiligten identisch und damit vergleichbar ist. Nachfolgende Tabelle soll eine Auswahl an Definitionen geben, die in der Literatur zu finden sind.

---

<sup>59</sup> vgl. WIRTZ, 2003, S. 207 ff

Definition	Autor
<i>„Der sachliche oder gemeine Ertragswert, den die Unternehmung für jeden Besitzer hat, ist maßgebend.“</i>	LEITNER, 1926, S. 184
<i>„Ziel der Unternehmensbewertung muss die Ermittlung desjenigen Wertes sein, der dem Unternehmen unter Ausschaltung aller subjektiven Bestimmungsgründe beizulegen ist.“</i>	GELHAUSEN, 1948, S. 5
<i>„Das soll der Preis sein, den jeder Käufer für das bestehende Unternehmen zu zahlen bereit sein würde.“</i>	HERZOG, 1962, S. 1615

**Tabelle 7** Definition objektiver Unternehmenswert  
(Eigene Darstellung in Anlehnung an BORN, 2003, S. 17 f)

Der objektive Unternehmenswert bildet den Wert unabhängig von persönlichen Präferenzen und Erwartungen ab. Dies kann in der Praxis durch die Verwendung bestehender Plandaten geschehen oder mit Bezug auf vergangene Ergebnisse. Die Resultate dieser Bewertung sollten nie als endgültige Ergebnisse betrachtet werden und sind für die Preisbildung eher ungeeignet, da die Argumentationskraft theoretisch anfechtbar ist. Als Anhaltspunkt für die eigene Wertfindung kann er jedoch herangezogen werden.

### **Objektivierter Wert**

Der objektivierte Unternehmenswert ergänzt den objektiven Wert des Unternehmens, indem mögliche Potentiale am Markt bestmöglich ausgeschöpft werden und Risiken durch einen neutralen Gutachter in angemessener Weise berücksichtigt. Im IDW Standard 1 zu den „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen werden die Aufgaben und Vorgehensweisen bei der Bewertung formuliert:

*„In der Funktion als neutraler Gutachter wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens – den objektivierten Unternehmenswert – ermittelt. [...]“<sup>60</sup>*

Weiter heißt es:

*Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.*

<sup>60</sup> IDW, 2008, S. 5

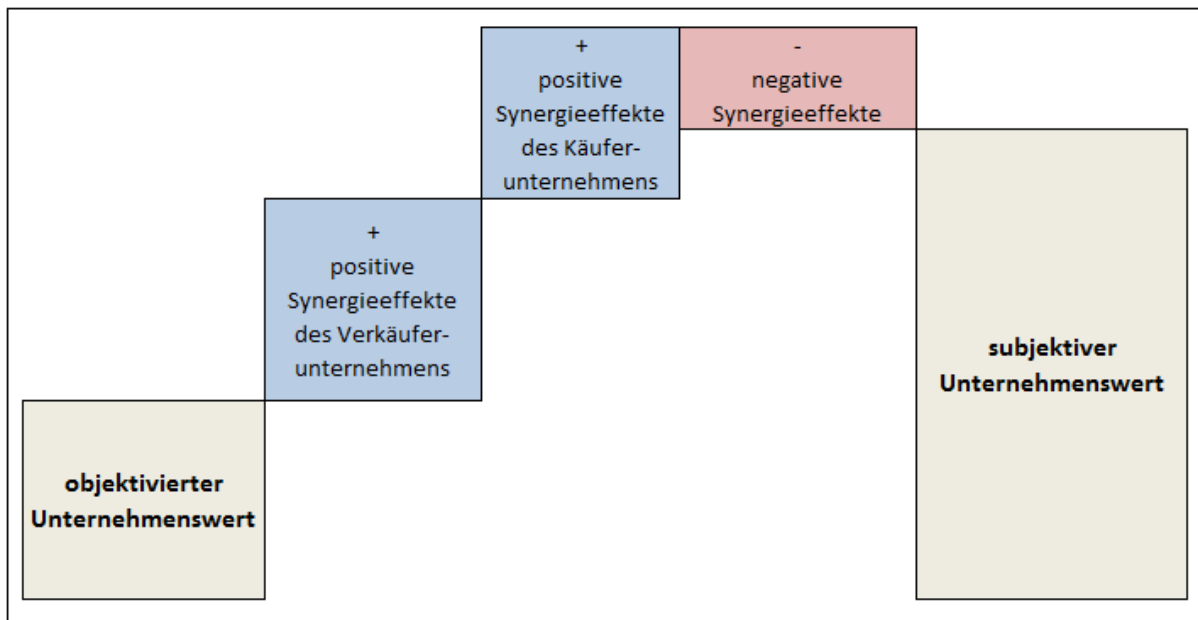
*Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich.<sup>61</sup>*

Analog zum objektiven Wert lässt sich die Ermittlung theoretisch anfechten, dient aber sehr wohl als Ausgangspunkt zur Wertfindung. Heutzutage wird der objektivierte Unternehmenswert häufig als Stand-Alone-Wert bezeichnet.

### Subjektiver Wert

Der subjektive Unternehmenswert berücksichtigt alle Pläne und Erwartungen der jeweiligen Parteien. Festzuhalten ist, dass es nicht „den einen“ subjektiven Wert gibt. Aufgrund der unterschiedlichen Erwartungen können zwischen den Vorstellungen des Käufers und des Verkäufers hohe Differenzen entstehen. Die ermittelten Werte stellen im Verkaufsprozess Grenzpreise dar, zwischen denen sich der realisierte Kaufpreis bewegen wird. Der subjektive Unternehmenswert wird in den wenigsten Fällen dem objektivierten Wert gleichen. Unklar ist jedoch, ob der subjektive Wert höher oder niedriger bemessen wird, da dies von der Situation, den Zielen und den Erwartungen der jeweiligen Partei abhängt.<sup>62</sup>

Abbildung 8 zeigt den Einfluss der Synergieeffekte bei der Bewertung von Unternehmen. Da die Höhe der Effekte nur bedingt mit Zahlen zu hinterlegen ist, bleibt die persönliche Einschätzung ein wichtiger wertbestimmender Faktor.



**Abbildung 8** Unternehmensbewertung unter Einfluss unternehmensspezifischer Synergieeffekte (eigene Darstellung in Anlehnung an WIRTZ, 2003, S. 203)

<sup>61</sup> IDW, 2008, S. 10

<sup>62</sup> vgl. BORN, 2003, S. 19

Ausgehend von der Annahme, dass der objektivierte Wert den Stand-Alone-Wert beschreibt, stellt dieser die Untergrenze der Preisverhandlungen für den Verkäufer dar. Der subjektive Unternehmenswert, der in Abbildung 8 dargestellt wird, beschreibt die Obergrenze zu der ein Käufer bereit ist, das Unternehmen zu übernehmen. Die Kaufpreisverhandlungen sollten sich theoretisch also in diesem Spektrum bewegen.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass für jeden Interessenten unterschiedliche Werte existieren, da abhängig von den individuellen Gegebenheiten unterschiedliche Möglichkeiten bestehen, Synergieeffekte zu nutzen. Damit entstehen für jeden potentiellen Erwerber unterschiedliche Werte. Die Theorie, dass ein objektiver Wert existiert, der für alle Interessenten gleich hoch ist, hält der Autor für nicht haltbar. Diese Behauptung wird der Komplexität der Unternehmensstruktur, den Bedingungen und den Interessen aller Beteiligten nicht gerecht. Die Ermittlung eines objektiven Wertes kann dazu dienen grobe Wertvorstellungen zu erarbeiten, sollte aber in der Praxis nie als endgültiges Mittel herangezogen werden.

Neben der ökonomischen Betrachtung existieren Werte auch in den Sozial- und Naturwissenschaften. Da sie dort jedoch eine andere Stellung einnehmen, sollen sie in dieser Arbeit nicht betrachtet werden.

#### **4.1.2.3 Preis als Ausdruck des Wertmaßstabes**

In der volkswirtschaftlichen Betrachtung ist der Preis dem Tauschwert gleichgesetzt. Der Preis eines Gutes ist also der Geldbetrag, der für die Ausführung einer Transaktion tatsächlich gezahlt wird.<sup>63</sup>

Unter der Annahme des Homo oeconomicus wird der Verkäufer nur dann verkaufen, wenn der Preis der Transaktion größer ist als der Wert, der bei Fortführung in den bekannten Strukturen erzielt werden kann. Damit müsste der Preis, wie bereits in Abbildung 8 gezeigt, innerhalb der Grenzpreise liegen.<sup>64</sup> Dies trifft zwar bei der Mehrheit der klassischen M&A Transaktionen zu, greift aber nicht die Besonderheit des Nachfolgeprozesses mit auf. Wie im folgenden Teil der Arbeit noch geklärt werden soll, haben „weiche“ Faktoren einen erheblichen Einfluss auf den realisierten Kaufpreis.

---

<sup>63</sup> online: Springer Gabler Verlag, 2013 (11.08.2013)

<sup>64</sup> vgl. BORN, 2003, S. 7

Ein Käufer, der ökonomisch rational handelt, wird nur dann kaufen, wenn es zum gleichen Zeitpunkt keine Alternative bietet, die bei gleichem Risiko mehr Rendite generiert oder die gleiche Rendite unter geringerem Risiko hervorbringt.<sup>65</sup>

In der Praxis ergeben sich die Preise aus dem besseren Verhandlungsgeschick der Beteiligten und weichen damit von den subjektiven Werten beider Parteien ab. Je nach Situation des Unternehmers und des Interessenten können die Preise auch jenseits der Grenzpreise liegen. Dies könnte der Fall sein, wenn ein Unternehmen Gefahr läuft durch einen Konkurrenten übernommen zu werden und dadurch den eigenen Chancen am Markt zu schmälern, oder wenn persönliche Absichten bei den Verhandlungen starken Einfluss haben. Häufig ist in der Praxis zu beobachten, dass Gespräche zur Kaufpreisfindung emotional verlaufen.

## **4.2 Verfahren der Unternehmensbewertung**

### **4.2.1 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung**

Einen maßgebenden Einfluss auf die Vorstellungen über mögliche Preise liefern die Bewertungsverfahren. Die daraus resultierenden Werte geben Käufer und Verkäufer einen ersten Eindruck über mögliche Transaktionspreise. In der Praxis liegen die Vorstellungen beider Parteien oft weit auseinander. Diese Differenzen können so weit gehen, dass die Transaktion im gesamten scheitert.

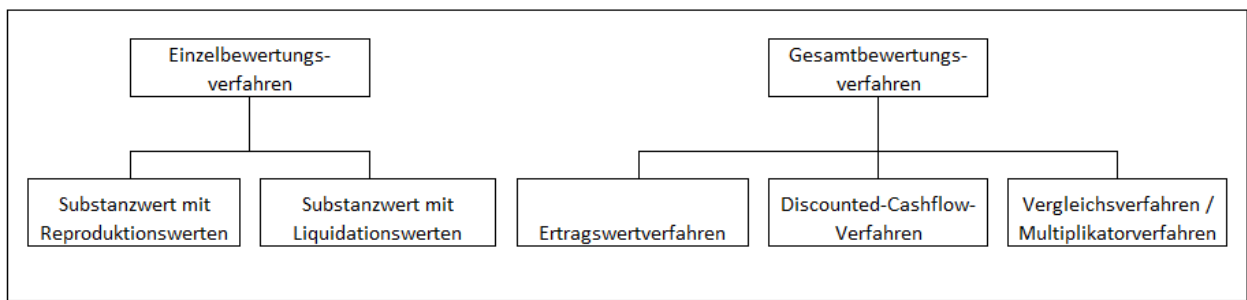
Je nach Zweck ist es wichtig, das richtige Verfahren zur Bewertung des Unternehmens zu verwenden. Diese Werte bilden die Grundlage für die weiteren Verhandlungen und dienen im Verkaufsprozess zur Rechtfertigung des geforderten Preises.<sup>66</sup>

Zur Einteilung der Bewertungsverfahren lassen sich verschiedene Schemata herleiten. Grundsätzlich können die Verfahren anhand des Untersuchungsgegenstandes unterschieden werden (vgl. Abbildung 9). Bei den Einzelbewertungsverfahren wird der Wert einzelner Vermögensgüter ermittelt. Der Unternehmenswert ergibt sich somit aus der Summe der Vermögensgegenstände. Im Gegensatz dazu wird bei den Verfahren der Gesamtbewertung das Unternehmen als Einheit betrachtet. Zukünftige Erträge beziehungsweise der frei verfügbare Cashflow werden auf den Zeitpunkt des Kaufs diskontiert. Ergänzend dazu verwendet das Multiplikatorverfahren Erfahrungswerte aus vergangenen Transaktionen oder bemisst den Wert in Relation zum Branchendurchschnitt.

---

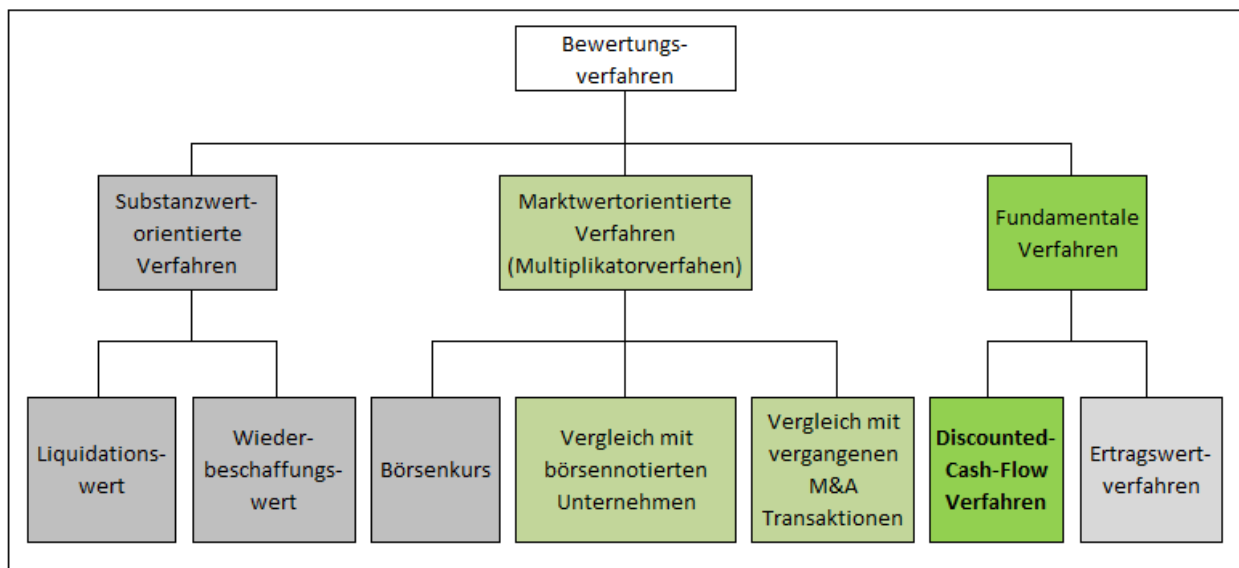
<sup>65</sup> vgl. WÖHE, 2009, S. 33

<sup>66</sup> vgl. FISCHER, 2012, S. 434



**Abbildung 9** Überblick klassischer Bewertungsverfahren anhand Untersuchungsgegenstand (Eigene Darstellung in Anlehnung an FISCHER, S 435)

Eine weitere Möglichkeit der Einteilung ergibt sich aus der Gestaltung der Durchführung und der Herkunft des Datenmaterials (Abbildung 10). Das substanzwertorientierte Verfahren greift hierbei auf unternehmensinterne Vermögensgegenstände zurück. Bei den marktorientierten Verfahren soll der Wert ermittelt werden, der am Markt als realistisch gilt. Dies erfolgt über den Vergleich mit börsennotierten Unternehmen oder aus den Erfahrungen früherer Transaktionen. Die fundamentalen Verfahren zinsen die verfügbaren Zahlungen beziehungsweise den Ertrag auf einen Stichtag ab und bilden somit das investitionstheoretische Bewertungsprinzip.



**Abbildung 10** Unterteilung der Bewertungsverfahren anhand der Durchführung (Eigene Darstellung in Anlehnung an PICOT, 2005, S. 46)

Dieser Abschnitt widmet sich den klassischen Bewertungsverfahren und untersucht deren Anwendbarkeit und Umsetzung in der Praxis. Untersetzt und ergänzt wird die theoretische Ausarbeitung durch eine Expertenbefragung.

## 4.2.2 Substanzwertverfahren

### 4.2.2.1 Durchführung

Ein Unternehmen soll nur den Wert besitzen, den man für den Aufbau eines vergleichbaren Unternehmens benötigt. Er errechnet sich aus den betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteilen, die zu einer Rekonstruktion des Unternehmens notwendig sind.<sup>67</sup> Der Substanzwert setzt sich aus dem materiellen und immateriellen Vermögen zusammen und bildet häufig die Preisuntergrenze.

Bei der Bewertung zu beachten sind verschiedene Wertansätze. Wird davon ausgegangen, dass das Unternehmen unter dem neuen Eigentümer fortgeführt wird, sind bei der Bewertung die Reproduktionskosten zu verwenden, die sich aus den Wiederbeschaffungskosten am Bewertungsstichtag ergeben. Setzt man voraus, dass das Unternehmen stillgelegt werden soll, sind die zu erwartenden Liquidationserlöse zu verwenden. Diese sind in der Regel geringer als der Wert bei Fortführung und bildet die absolute Untergrenze beim Verkauf.<sup>68</sup>

Neben den materiellen Vermögensgegenständen werden auch immaterielle Güter in der Bewertung aufgegriffen, die in Form eines Goodwill, beziehungsweise Badwill, in die Berechnung einfließen.

Vereinfacht dargestellt, berechnet sich der Substanzwert anhand der Vermögenswerte zu Wiederbeschaffungskosten abzüglich der tatsächlichen Verbindlichkeiten. Alternativ lässt sich der Substanzwert wie folgt:

	<b>Eigenkapital laut Bilanz</b>
<b>+</b>	<b>Stille Reserven</b> nicht aktivierte Eigenleistung selbstentwickelte Software
<b>-</b>	<b>Stille Lasten</b> nicht verbuchte Schulpositionen
<b>=</b>	<b>Substanzwert</b>

**Abbildung 11** Berechnung Substanzwert  
(eigene Darstellung in Anlehnung an FELDEN;  
PFANNENSCHWARZ, 2003, S. 108)

<sup>67</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 107f

<sup>68</sup> vgl. BORN, 2003, S. 11



#### 4.2.2.2 Beurteilung

In der Geschichte der Unternehmensbewertung hat das Substanzwertverfahren eine lange Tradition. Den heutigen Anforderungen wird das Substanzwertverfahren jedoch nicht gerecht. Positiv bei diesem Verfahren zu beurteilen, ist die einfache Vorgehensweise und die damit einhergehende Verständlichkeit. Dadurch können vor allem Unerfahrene an das Thema der Bewertung herangeführt werden.

Trotz der leichten Anwendbarkeit überwiegen bei diesem Verfahren die negativen Eigenschaften.

Die nicht bilanzierungsfähigen Vermögensgegenstände, wie zum Beispiel Loyalität der Kunden und der Mitarbeiter, Image, Marke, Patente, Managementqualität oder die Qualität der Belegschaft sind oft nicht zu beziffern. Das bedeutet, dass sie in die Bewertung einfließen, deren Höhe aber nicht annähernd bestimmt werden kann.

Weiterhin werden durch den stark bilanzorientierten Ansatz die Aufwands- und Ertragskonstellation nicht angemessen berücksichtigt. Auch Risiken, die vom Käufer mit übernommen werden, werden im Unternehmenswert nicht angemessen gewürdigt.

Die Reproduktion des Unternehmens scheitert häufig an der Umsetzung und Verfügbarkeit der Gegenstände. Sachanlagen werden durch Kalkulation der Abschreibung und des technischen Verschleiß in diesem System zwar korrekt erfasst, jedoch wird es in der Praxis schwierig sein, eine gebrauchte Maschine in exakt der gleichen Qualität zu erwerben.

Gänzlich ausgeschlossen aus dieser Betrachtung ist die zukünftige Entwicklung. Dabei kann Vermögen nur wertbildend sein, wenn sich dadurch Erträge erzielen lassen. Die Möglichkeit zukünftige Potentiale zu nutzen, sollte jedoch in der Bewertung eine wichtige Rolle einnehmen. Das Substanzwertverfahren mit der ausschließlich vergangenheitsorientierten Betrachtung wird dieser Prämisse nicht gerecht.

Die beim Kauf von Unternehmen auftretenden Synergieeffekte können im Substanzwertverfahren nicht bestimmt, beziehungsweise wertbildend verrechnet werden.

Aus diesen Gründen hat das Verfahren im Laufe der Jahre an Bedeutung eingebüßt. Aufgrund der unzureichenden Betrachtung kann ein verlässlicher Unternehmenswert

mit Hilfe dieses Verfahrens nicht ermittelt werden. Trotzdem erfüllt der Substanzwert auch heute noch gewisse Funktionen: Zum einen kann die Berechnung des Liquidationserlöses für Banken ein Hinweis auf die Beleihungsfähigkeit des Unternehmens sein. Auch bei separater Veräußerung von strategischen Geschäftseinheiten (SGE) oder einzelnen Vermögensgegenständen kann dieses Verfahren unterstützend verwendet werden. Sollte im Zuge der Investitionsentscheidung der Neuaufbau eines Unternehmens ernsthaft in Frage kommen, könnte dieses Verfahren eine Hilfestellung geben, wobei zusätzlich zu beachten ist, dass Markteintrittsbarrieren und Kundenbeziehungen im Substanzwert nicht berücksichtigt sind.<sup>69</sup>

Zuletzt hat das Substanzwertverfahren eine Hinweisfunktion inne, die in Kombination mit anderen Verfahren die Entscheidung beeinflussen können. Ein Unternehmen, dessen Substanzwert höher ist, als der erwartete Wert aus dem DCF-Verfahren, zeugt von Defiziten in der Unternehmensführung.<sup>70</sup>

Mit der Entwicklung der Kapitalmärkte hat dieses Verfahren stark an Bedeutung verloren. Häufig wird Anstelle des Substanzwertes zur ersten Einschätzung möglicher Transaktionspreise das Multiplikatorverfahren verwendet.

### **4.2.3 Marktwertorientierte Verfahren**

#### **4.2.3.1 Durchführung**

Die Schätzung von möglichen Transaktionspreisen erfreut sich in Deutschland zunehmender Beliebtheit. Ausgangslage für dieses Verfahren ist die Annahme, dass der Wert eines Unternehmens nicht präzise berechnet werden kann. Der potentielle Preis, der bei einer Transaktion erzielt wird, kann aber aus vergangenen Verkäufen hergeleitet werden, beziehungsweise ergibt sich durch die Marktbewertung vergleichbarer Unternehmen.<sup>71</sup>

*„While comparable firms are not identical, they are similar and should therefore have similar prices“<sup>72</sup>*

Das bedeutet, dass sich der Wert eines Unternehmens nicht aus der Substanz- oder Ertragskraft bemisst, sondern über aktuelle Aktienkurse oder über Wertrelationen

---

<sup>69</sup> vgl. WIRTZ, 2003, S. 231

<sup>70</sup> vgl. BORN, 2003, S. 12 ff

<sup>71</sup> vgl. BALZ; ARLINGHAUS, 2007, S. 156

<sup>72</sup> WIRTZ, 2003, S. 205 nach HICKMAN; PETRY, 1990, S. 77

aus einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen, der sogenannten Peer Group, darstellen lässt.

Ein essenzieller Part in diesem Verfahren ist die Auswahl von Unternehmen, die zum Vergleich geeignet sind. Diese „Comparables“ müssen einige Anforderungen erfüllen. Kriterien nach denen sich die Auswahl richtet, können sein: Branchenzugehörigkeit, vergleichbare Wachstumsrate, vergleichbare, Risikostruktur, Produktportfolio, Produktionsverfahren, Größe, geografische Verteilung der Märkte sowie die Kunden- und Lieferantenstruktur. Da die Größe der Unternehmen einen Einfluss auf die Verhältniszahlen hat und ein Großteil der mittelständischen Unternehmen nicht an der Börse notiert ist, kann es beschwerlich sein, geeignete Vergleichsgrößen zu finden. Das deutsche Magazin „Finance“ veröffentlicht vierteljährlich Umsatz und Erfolgsmultiplikatoren, bei denen der Gewinn vor Steuern und vor Zinsen als Bewertungskennzahl verglichen wird (EBIT- Multiples), die unterschieden nach Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit ermittelt wurden. Diese Bewertungskennzahlen basieren auf Einschätzungen von Spezialisten aus 16 M&A Beratungshäusern.

Die Wahl der Multiplikatoren kann das Ergebnis stark beeinflussen. Übliche Bewertungsgrößen sind Umsatz- und EBIT – Multiples, aber auch andere Faktoren sind möglich<sup>73</sup>. So macht es bei kapitalintensiven Unternehmen durchaus Sinn den Unternehmenswert mit dem Buchwert der Vermögensgegenstände ins Verhältnis zu setzen. Auch bei jungen Unternehmen, deren EBIT meist noch negativ ist, ist es unter Umständen sinnvoll weitere Multiples zu berechnen. Bei Internetunternehmen ist die Anzahl der Clicks beziehungsweise die Zahl der Abonnenten ausschlaggebend für die Bewertung. Bei Telekommunikationsunternehmen kann die Anzahl der Anschlüsse ein Indiz über einen möglichen Wert sein.<sup>74</sup>

Die Bewertung kann grundsätzlich über folgende Formel dargestellt werden:

$$\frac{V_V}{X_V} = \frac{V_B}{X_B}$$

**Formel 1**      **Multiplikatorverfahren**  
(WIRTZ, 2003, S. 206)

$V_V$ ... Unternehmenswert des Vergleichsobjektes

$V_B$ ... Unternehmenswert des zu bewertenden Objektes

$X_V$ ... Bezugsgröße des Vergleichsobjektes

$X_B$ ... Bezugsgröße des zu bewertenden Objektes

---

<sup>73</sup> vgl. SEILER, 2004, S. 38

<sup>74</sup> vgl. PICOT, 2005, S. 48

Durch Umformung der oberen Formel ergibt sich für die Berechnung des Unternehmenswertes folgende Gleichung:

$$V_B = X_B * \frac{V_V}{X_V}$$

**Formel 2      Unternehmenswert im Multiplikatorverfahren**  
(WIRTZ, 2003, S. 206)

Durch dieses Verfahren kann der Stand-alone-Wert des Unternehmens ermittelt werden. In Anhang X wird die Berechnung des Unternehmenswertes mittels Multiplikator vereinfacht dargestellt.

Neben der Marktbewertung anhand von vergleichbaren Unternehmen besteht die Möglichkeit der Bewertung anhand von vergangenen Transaktionen. Bei diesem Verfahren wird anstatt auf die Marktbewertung börsennotierter Unternehmen auf Erfahrungswerte des M&A Beraters zurückgegriffen (siehe Tabelle 8). Anhand der Preise die für vergleichbare Unternehmen erzielt wurden, wird eine Bandbreite an möglichen Transaktionspreisen bestimmt. Diese fallen in der Regel höher aus als bei der Bewertung am Markt, da davon ausgegangen wird, dass mögliche Synergien bereits in den früheren Preisen kalkuliert wurden.<sup>75</sup>

	<b>Market Multiples</b>	<b>Transaction Multiples</b>
<b>Vergleichsgegenstand</b>	Auswahl geeigneter börsennotierter Unternehmen	Auswahl geeigneter Transaktionen
<b>Zielgröße</b>	Marktkapitalisierung zuzüglich Nettofinanzverbindlichkeiten	Tatsächlich erzielte Kaufpreise
<b>Bezugsgröße</b>	Umsatz, EBIT	Umsatz, EBIT

**Tabelle 8**      Markt und Transaktionsmultiplikatoren  
(Eigene Darstellung in Anlehnung an FISCHER, 2012, S. 438)

#### 4.2.3.2 Beurteilung

Das Multiplikatorverfahren bietet eine Möglichkeit die realisierbaren Preise möglichst marktnah zu prognostizieren. Bei Verwendung der Transaction Multiple umfasst es implizit alle Faktoren und Synergien, die in vorangegangenen Transaktionen beinhaltet waren.<sup>76</sup>

<sup>75</sup> vgl. BALZ; ARLINGHAUS, 2007, S. 156

<sup>76</sup> Ebenda S. 45

Jedoch bietet auch dieses Verfahren nur bedingt realistische Unternehmenswerte. Die Auswahl der richtigen Vergleichsunternehmen stellt die Bewertung vor eine große Herausforderung. Dabei ist es oft bei kleineren Unternehmen zu aufwändig separate Berechnungen durchzuführen. Die Verwendung von Durchschnitts-Multiples führen dann möglicherweise zu einer Verzerrung des Wertes.

Ein weiteres Problem ist die Tätigkeit der Unternehmen in verschiedenen Bereichen. Die wenigsten Unternehmen sind reine „Pure Plays“, die sich nur innerhalb einer Branche betätigen. Bei diesen Mischkonzernen ist die Verwendung der durchschnittlichen Bewertungskennzahlen kritisch. Sind die Bewertungskennzahlen aus dem Markt abgeleitet, besteht die Möglichkeit einer Über- beziehungsweise Unterbewertung einer ganzen Branche. Als Beispiel sei an dieser Stelle der Boom der Internetfirmen Anfang des Jahrtausends genannt. Ebenso sollten nicht finanzielle Kennzahlen nur unter Vorbehalt verwendet werden, da sie nur Aussage über Ertragskraft des Unternehmens liefern.

Der Wert der Synergien lässt sich vor der Durchführung nicht exakt bestimmen. Bei Verwendung der transaktionshistorischen Daten besteht die Gefahr, dass Synergien nicht im gleichen Maße realisiert werden können. Darüber hinaus birgt der Vergangenheitsbezug das Risiko, dass Daten veraltet und damit nicht brauchbar sind. Aus dem Vergangenheitsbezug abgeleitet wird auch wieder deutlich, dass die Potentiale in der Zukunft nicht berücksichtigt werden. Wie auch beim Substanzwert, werden die qualitativen Faktoren nicht in die Betrachtung eingeschlossen.<sup>77</sup>

Trotz der vielen Unsicherheiten, liefert die Multiplikatormethode wertvolle Orientierungsmaßstäbe, die sich auch zur Bewertung von Konzernen eignet. Die Verwendung des EBIT als Bezugsgröße bietet den Vorteil, dass die operative Ertragskraft abgebildet wird. Die Finanzierungsstruktur und Ertragssteuersituation wird nicht näher betrachtet.<sup>78</sup>

## **4.2.4 Discounted-Cashflow-Verfahren**

### **4.2.4.1 Durchführung**

Aus der Beurteilung der vorangegangenen Kapitel wird deutlich, dass sich das Substanzwert nicht dazu eignet, den Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Auch das Multiplikatorverfahren bestimmt nicht den Wert des Unternehmens, sondern schätzt mögliche Transaktionspreise aufgrund der Erfahrungen und Relationen der Vergangenheit. Beiden vorgestellten Verfahren ist gemein, dass sie sich bei der

---

<sup>77</sup> vgl. WIRTZ, 2003, S. 205

<sup>78</sup> vgl. BALZ; ARLINGHAUS, 2007, S. 156

Beurteilung auf historische Werte verlassen. Die erwartete Ertragskraft, die in einem Unternehmen steckt, wird nicht aufgegriffen.

Dem entgegen bieten sich die Modelle der diskontierten Zahlungsströme an. Ihnen voran steht in der Praxis das Discounted-Cashflow-Modell. Unter der Annahme, dass Vermögen nur dann wertbildend ist, wenn daraus Erträge erzielt werden können werden prognostizierte Zahlungsströme mit dem gewichteten Mittel aus Eigen- und Fremdkapitalkosten abgezinst. Aus dieser Methode des Weighted Average Costs of Capital (WACC), berechnet sich der Wert des Eigenkapitals beziehungsweise der Gesamtwert des Unternehmens. Durch diese investitionstheoretische Herangehensweise werden zukünftige Ertragschancen des Unternehmens bewertet.<sup>79</sup>

### Prognose der relevanten Cashflows

Ausgangspunkt jedes DCF-Verfahrens ist eine ausführliche Umsatz-, Kosten-, Ergebnis-, und Investitionsplanung mit der dazu gehörigen Kapitalflussrechnung. Die zu erwartenden Cashflows werden für den Zeitraum der Detailplanungsperiode exakt erarbeitet. Dabei umfasst die Detailplanungsperiode einen zeitlichen Horizont von 5 - 10 Jahren.

Die grundsätzliche Berechnung des Cashflows wird in Abbildung 12 dargestellt. Unter Umständen ist diese Berechnung um einige Positionen, wie die Veränderung von sonstigen Rückstellungen, Pensionsverpflichtungen, Steuerrückstellungen und die Veränderung sonstigen Vermögens/Verbindlichkeiten zu erweitern. Er umfasst alle Zahlungsüberschüsse, die dem Unternehmer zur Verfügung stehen um die Zahlungsansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber zu befriedigen.

<b>EBIT</b>
- Steuern vom Ertrag
= <b>Betriebsergebnis nach Steuern und vor Zinsen</b>
+ Abschreibungen
- Investitionen
+ / - Zunahme / Abnahme des Nettoumlaufvermögens
<hr/>
= <b>Cash Flow</b>

**Abbildung 12** Berechnung Cashflow  
(eigene Darstellung in Anlehnung an BORN, 2003, S. 95)

<sup>79</sup> vgl. FELDEN; PFANNENSCHWARZ, 2008, S. 108

Historische Werte können bei der Prognose der Marktentwicklung eine Hilfestellung geben. Weit aus höher wirkt jedoch die Daten aus der Planungsphase. Im Cashflow enthalten sind alle persönlichen Erwartungen des Bewertenden. Damit werden werttreibende Effekte, mögliche Entwicklungen des Marktes und der Preise sowie der zukünftige Finanzierungsbedarf bereits im Cashflow erfasst.

Für den Zeitraum, der über den Planungshorizont hinaus geht, wird unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens der erwartete Cashflow als ewige Rente dargestellt. In ihr kann auch das stetige Wachstum des Unternehmens berücksichtigt werden.

### **Berechnung des Fremdkapitalkostensatzes**

Die Höhe der Kosten für das Fremdkapital ist den tatsächlichen Verbindlichkeiten zu entnehmen. Diese werden durch die Konditionen ermittelt, zu denen das Fremdkapital aufgenommen wurde und entspricht folglich den tatsächlichen Begebenheiten.<sup>80</sup>

Ein anderer Ansatz der Fremdkapitalkosten geht davon aus, dass nicht der Zinssatz, der aus den Konditionen der tatsächlichen Verbindlichkeiten hervorgeht ausschlaggebend ist, sondern der persönliche Zinssatz des Übernehmenden. Zinsmindernde Wirkungen von Bürgschaften und Patronatserklärungen sollen hierbei nicht berücksichtigt werden. Die unterschiedliche Verwendung der Zinssätze liegt darin begründet, dass bei Kauf eines Unternehmens die Bank oft die Möglichkeit besitzt, aus den Verbindlichkeiten auszutreten. Der Käufer muss zur Übernahme auch die Verbindlichkeiten neu finanzieren. Die Verwendung des individuellen Zinssatzes scheint daher legitim.

Unter Berücksichtigung der Abzugsfähigkeit der Ertragssteuer berechnen sich die Fremdkapitalkosten nach folgender Formel:

$$k_{FK} = i_{FK} * (1 - s_u)$$

**Formel 3 Fremdkapitalkostensatz**  
(BORN, 2003, S. 111)

$k_{FK}$  ... Fremdkapitalkostensatz

$i_{FK}$  ... Fremdkapitalzins

$s_u$  ... Ertragssteuersatz, soweit steuerlich abzugsfähig

### **Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes**

---

<sup>80</sup> vgl. BORN, 2003, S. 111ff

Komplexer ist die Berechnung des Kostensatzes, der für das zur Verfügung gestellte Eigenkapital veranschlagt wird. Die Höhe entspricht der Rendite, die bei einem alternativen Investitionsobjekt mit vergleichbarem Risiko erzielt werden kann.

Eine theoretisch fundierte Methode zur Berechnung der Eigenkapitalkosten liefert das Capital Asset Pricing Modell, kurz CAPM. Es basiert auf der Annahme vollkommener Kapitalmärkte, in denen durch Diversifikation des Portfolios die marktspezifischen Risiken eliminiert werden können. Dadurch muss, zusätzlich zum risikolosen Marktzins, nur das Risiko des Unternehmens vergütet werden. Am Kapitalmarkt wird dieses unternehmensspezifische Risiko durch den Betafaktor beschrieben. Und gibt die Volatilität einer Aktie im Vergleich zur Bewegung des Marktportfolios an (siehe Formel 4). Das Marktportfolio wird oft als Index, z.B. DAX, dargestellt.<sup>81</sup>

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_j * R_M)}{\text{var}(R_M)}$$

**Formel 4 Betafaktor**  
(PICOT, 2007, S. 148)

$R_j$  ... Rendite Objekt

$R_M$  ... Marktrendite

Ausgehend von dieser Betrachtung ermittelt man die Kosten des Eigenkapitals, dargestellt in Formel 5, als Summe des risikolosen Zinssatzes, der beispielsweise über die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe dargestellt wird und dem unternehmensspezifischen risikoadjustierten Zinssatz.

$$i_{EK} = R_f + [E(R_M) - R_f] * \beta$$

**Formel 5 Eigenkapitalkostensatz**  
(BALZ;ARLINGHAUS, 2007, S. 147)

$i_{EK}$  ... Eigenkapitalkostensatz

$R_f$  ... Rendite einer Risikolosen Anlage

$E(R_M)$  Erwartete Marktrendite

$\beta$  ... Betafaktor

### **Berechnung des Kapitalisierungszinsfußes**

Nach der Ermittlung der Kostensätze kann mit Hilfe des gewichteten Mittels (WACC) der Diskontierungszins ermittelt werden. Dazu werden die jeweiligen Kostensätze mit Ihrer Gewichtung multipliziert und die gewichteten Sätze addiert.

---

<sup>81</sup> vgl. RICHTER, 2005, S. 109



$$WACC = i_{EK} * \frac{EK}{GK} + i_{FK} * (1 - s_u) * \frac{FK}{GK}$$

**Formel 6 Berechnung WACC**  
(BALZ;ARLINGHAUS, 2007, S. 147)

<i>WACC</i> ...	gewichteter Kapitalkostensatz
<i>i<sub>EK</sub></i> ...	Eigenkapitalkostensatz
<i>EK</i> ...	Eigenkapital
<i>FK</i> ...	Fremdkapital
<i>GK</i> ...	Gesamtkapital
<i>i<sub>FK</sub></i> ...	Fremdkapitalkostensatz
<i>s<sub>u</sub></i> ...	Ertragssteuersatz

Bei der Berechnung des Kapitalisierungszinsfußes ist davon auszugehen, dass während des gesamten Verhandlungszeitraumes die Kapitalquote konstant bleibt. Abhängig von der Quote des Eigen- und Fremdkapitals kann das Unternehmen stark in seinem Wert schwanken.

### **Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals**

Nachdem sowohl der freie Cashflow, sowie der Diskontierungszinsfuß ermittelt wurden, gilt es im nächsten Schritt den Wert des Unternehmens zu bestimmen. Dabei werden die verfügbaren Zahlungsströme mit den gewichteten Kapitalkosten abgezinst. Diese Berechnung aus Formel 7 führt zum Bruttoundernehmenswert oder auch Unternehmenswert nach Entity-Methode.<sup>82</sup>

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E(CF_t)}{(1 + WACC)^t} + \frac{E(CF_{T+1})}{(WACC - g) * (1 + WACC)^T}$$

**Formel 7 Bruttoundernehmenswert**  
(WÖHE, 2010, S. 579)

<i>E(CF<sub>t</sub>)</i>	...Erwarteter Cashflow zum Zeitpunkt t
<i>E(CF<sub>T+1</sub>)</i>	...Erwarteter jährlicher Cashflow außerhalb der Planungsperiode
<i>WACC</i>	...Weighted average cost of capital
<i>g</i>	...jährliches Wachstum des Cashflows
<i>UW</i>	...Bruttoundernehmenswert

Der aus dieser Berechnung entstandene Wert enthält sowohl den Wert des Eigenkapitals als auch den Wert des Fremdkapitals. Um vom Bruttoundernehmenswert auf den Wert des Eigenkapitals zu kommen, muss folglich letzteres abgezogen werden. Der Wert des Fremdkapitals ermittelt sich anhand folgender Formel 8:

<sup>82</sup> WÖHE, 2010, S. 578ff

$$FK = \sum_{t=1}^n \frac{FKZ}{(1 + i_F)^t}$$

**Formel 8 Wert des Fremdkapitals**  
(WÖHE, 2010, S. 579)

<i>FK</i> ...	Wert des Fremdkapitals
<i>FKZ</i> ...	Fremdkapitalzins
<i>i<sub>F</sub></i> ...	durchschnittlicher Fremdkapitalzins

Eine zusammenfassende Berechnung des Unternehmenswertes mittels des DCF-Verfahrens befindet sich im Anhang 6.

#### 4.2.4.2 Beurteilung

Unter der Vielzahl an Bewertungsverfahren, die existieren, profitiert das DCF-Verfahren von einer fundierten wissenschaftlichen Grundlage. Dabei ist es möglich, dass Unternehmenswerte erreicht werden, die deutlich über den bilanziellen Buchwerten liegen.

Unter kritischer Betrachtung wird ersichtlich, dass auch dieses Verfahren mit einer gewissen Vorsicht zu verwenden ist. Es reagiert empfindlich auf subjektive Einschätzungen und Erwartungen des Bewertenden. Ein besonders positiver beziehungsweise fähiger Manager wird einen hohen Zukunftserfolgswert ermitteln, wenn er von hohen Einzahlungen, geringen Auszahlungen und einer langen Unternehmensdauer ausgeht. Dabei ist dieses Charakteristika nicht als Schwachstelle zu interpretieren, sondern als Bestätigung der Subjektivität jeder einzelnen Bewertung.

Bei der Durchführung positiv anzumerken ist die Verwendung unternehmensinterner und –externer Daten bei der Anfertigung der Planzahlen. Die zukunftsorientierte Planung greift alle Erwartungen des Managements auf und vermeidet das Problem veralteter Daten. Aufgrund der subjektiven Prognosen, die aus den persönlichen Einschätzungen heraus begründet werden können, entsteht ein hohes Maß an Transparenz und eine Argumentationsgrundlage für spätere Verhandlungen. Fraglich dabei bleibt jedoch die Aussagekraft der Schätzungen. In der Praxis gibt es deshalb nicht ausschließlich ein Verfahren zur Bewertung. Zur Erfassung aller möglichen Situationen, werden verschiedene Szenarien projiziert und mehrere Unternehmenswerte ermittelt.<sup>83</sup>

---

<sup>83</sup> vgl. BORN, 2003, S. 82 ff

Trotz des theoretisch fundierten Verfahrens bilden die restriktiven Annahmen die Realität nicht identisch ab<sup>84</sup>. Das zeigt sich vor allem in der Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes. Die Übertragung des CAPM in die Bewertungspraxis scheitert an der Annahme des vollkommenen Kapitalmarktes. Weiterhin ist die Berechnung eines Betafaktors in der Praxis nahezu unmöglich, da ein Großteil der mittelständischen Unternehmen nicht an der Börse notiert ist. Selbst wenn dies der Fall ist, sind historische Zeitreihen aus denen die Kennzahl ermittelt wird, anzuzweifeln.

Im Gegensatz zum Substanz- und Marktwertverfahren, benötigt das DCF-Verfahren umfangreiches Datenmaterial und ist methodisch aufwändig. Eine aufwendige Analyse des Unternehmens ist im Rahmen einer angemessenen Due Diligence jedoch in jedem Fall verpflichtend. Damit ist die Bereitstellung eines angemessenen Datenbestandes ein Eingangskriterium für den Verkaufsprozess. Die Vollständigkeit der Finanzdaten kann bei kleineren Unternehmen ein Problem darstellen.

Die Prognose der Wachstumsraten ist in der Realität eher schwierig. Oft wird ein konstantes Wachstum vorhergesagt. Es ist jedoch gerade bei hohen Wachstumsraten darauf zu achten, dass die Stetigkeit gesichert ist. Ein nachhaltiges starkes Wachstum kann angenommen werden, wenn das Unternehmen Monopolstellung auf dem Markt beziehungsweise Teilmarkt besitzt, oder wenn es Produkte herstellt, die nicht substituierbar oder rechtlich geschützt sind. Ein weiteres Kriterium sind preisindifferente Kunden und ein starker Markenname. Bei den Produkten sollte auf den Produktlebenszyklus geachtet werden (vgl. Punkt 3.1.2).

Bei der Errechnung der Cashflows ist zu beachten, dass die Finanzdaten unter Umständen einem sogenannten „Window Dressing“ unterzogen wurden. Das bedeutet, dass in Vorbereitung des Verkaufs notwendige Rationalisierungs- und Erweiterungsinvestitionen unterlassen worden sind. Außerdem besteht die Möglichkeit, dass auf Reparaturen verzichtet oder auch die Bildung von Pensionsrückstellungen eingestellt wurde.

Trotz der Unsicherheiten, die durch die Schätzung des Kapitalisierungszinses und des Cashflows auftreten, hat sich dieses Verfahren in der Praxis bewährt. Die Tatsache, dass sowohl persönliche Erwartungen und Einschätzungen, als auch marktbezogene Daten einfließen können, macht das DCF-Verfahren zu einem verlässlichen Verfahren der Unternehmensbewertung.

---

<sup>84</sup> vgl. DRUKARCZYK, 2011, S. 131

#### **4.2.5 Beurteilung der Bewertungsverfahren aus praxisorientierter Sichtweise**

Um einen angemessenen Bezug zur Praxis herstellen zu können, wurde im Rahmen der vorliegenden Arbeit eine qualitative Expertenbefragung durchgeführt. In diesen Interviews äußerten sich drei Mitarbeiter des Financial Engineering der Commerzbank AG zu ausgewählten Fragen zu den Bewertungsverfahren und der Problematik der Preisfindung (siehe Anhang 7). Ergänzt wurde der Fragebogen um persönliche Erfahrungen, die im Interview ermittelt wurden.

##### **Substanzwert**

Aus der gesamten Auswahl der Bewertungsverfahren gibt es nicht „das eine“ richtige Verfahren. Vielmehr gilt es eine geeignete Kombination zu finden, die einen potentiellen Preis abbilden können. Dem Substanzwertverfahren wird dabei keine bedeutsame Rolle bemessen. Nichts desto trotz kann es unter Umständen zur Bewertung von einzelnen Sachanlagen verwendet werden. Von Seiten der Verkäufer wird gelegentlich versucht, seine Preisvorstellungen mit dem Substanzwertverfahren zu begründen. Zu diesem Fall kann es kommen, wenn ein niedriger Ertragswert ermittelt wurde, trotz des hohen Vermögens in der Bilanz. Diese Argumentationsstrategie kann in der Praxis widerlegt werden. Veraltete Maschinen können oft nur mit einem Abschlag veräußert werden, sollte der Käufer nicht darauf angewiesen sein.

##### **Multiplikatormethode**

Das Multiplikatorverfahren wird in der Praxis häufig für erste indikative Wertvorstellungen genutzt und dem Kunden kommuniziert. Dabei werden die öffentlich zugänglichen Multiples des Finance Magazins zur Schätzung möglicher Transaktionspreise verwendet. Bei Mischkonzernen gibt es zwei verschiedene Methoden die Multiples zu verwenden. Sollten alle Geschäftsbereiche gleich stark ausgeprägt sein, wird das jeweilige Branchenmultiple mit dem Spartenumsatz beziehungsweise

-ertrag berechnet. Häufig existiert jedoch ein Kerngeschäftsfeld, wodurch, aufgrund der geringen Abweichungen der einzelnen Multiples, nur der Multiplikator für das stärker ausgeprägte Geschäftsfeld verwendet wird. Die Berechnung mittels des Multiplikatorverfahrens soll zwar lediglich eine indikative Bedeutung haben, liegt jedoch in der Praxis relativ häufig in der Nähe des tatsächlichen Verkaufspreises.

##### **Discounted-Cashflow-Verfahren**

Das DCF-Verfahren ist das in der Praxis gebräuchlichste Verfahren zur Bewertung von Unternehmen. Aufbauend auf eine detaillierte 5-Jahres Planung, in der sowohl die operativen Cashflows enthalten sind, sowie außerordentliche Zahlungen wie sie

zum Beispiel für Erweiterungsinvestitionen o.ä. notwendig sind. Langfristig wird davon ausgegangen, dass sich solche Verwerfungen normalisieren. Durch Projektion verschiedener Szenarien in denen der Cashflow simuliert wird, entsteht eine Bandbreite an Unternehmenswerten. Aufgrund der unterschiedlichen Erwartungen und Planungen entsteht für jeden Teilnehmer der Bewertung ein subjektiver nachhaltiger Cashflow. Welches Zahlenmaterial die Realität am exaktesten abbildet wird im Zuge der Preisverhandlungen diskutiert. Dabei wird jede Partei versuchen, den Kaufpreis zu ihren Gunsten zu beeinflussen.

Diskontiert wird dieser Cashflow mit dem Kapitalisierungszinsfuß, der die Kosten von Eigen- und Fremdkapital aufnimmt. In der Theorie enthält der Eigenkapitalzinssatz, also das Entgelt, das die Eigenkapitalgeber für die Bereitstellung von Kapital erhalten, einen risikoneutralen Zins, sowie eine Prämie für das übernommene Risiko. Das CAPM Modell und damit das Risikomaß als Betafaktor kann in der Realität nur selten bestimmt werden. Dies liegt begründet in der vornehmlichen Betrachtung der Marktchancen und Potentiale. Darüber hinaus wird der Betafaktor generell nur bei börsennotierten Gesellschaften ermittelt, was nur für wenige Mittelständische Unternehmen zutrifft. Vereinfachend wird in der Praxis ein genereller Betafaktor für die jeweilige Branche angenommen. Auch das IDW hält in ihrem Standard 1 zur Unternehmensbewertung fest, dass das Modell des Zukunftserfolgswerts das einzig theoretisch und praktisch tragbare Verfahren sei. Tabelle 9 soll noch einmal die charakteristischsten Vor- und Nachteile erläutern und abschließend die Verfahren durch Gegenüberstellung vergleichen.

	<b>Substanzwertverfahren</b>	<b>Multiplikatorverfahren</b>	<b>DCF-Verfahren</b>
<b>Durchführung</b>	Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände	Ermittlung des Marktwertes durch Relation von Umsatz bzw. EBIT	Diskontierung zukünftiger Cashflows mit den gewichteten Eigen- und Fremdkapital-kosten
<b>Vorteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ermittlung anhand tatsächlicher Werte</li> <li>• Einfache Vorgehensweise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einfache Vorgehensweise</li> <li>• Praxisorientierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Theoretisch fundiert</li> <li>• Ermittlung subjektiver Unternehmenswerte</li> <li>• In Praxis am meisten etabliert</li> <li>• Berücksichtigung aller Verwerfungen</li> <li>• als einziges Verfahren zukunftsorientiert</li> <li>• gut geeignet um börsennotierte, sowie nicht börsennotierte Unternehmen zu bewerten</li> </ul>
<b>Nachteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Werte sind meist realitätsfern</li> <li>• Vergangenheitsbezogen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verwendung verallgemeinerter Multiplikatoren</li> <li>• Keine Bewertung i.e.S.</li> <li>• vergangenheitsbezogen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Auf Schätzungen bei Zinsfuß angewiesen,</li> <li>• Cashflow nicht exakt prognostizierbar</li> <li>• Aufwändige Informationsbeschaffung</li> </ul>
<b>Beurteilung</b>	In der Praxis unbedeutende Rolle, Verwendung nur in Ausnahmefällen	Verwendung als indikative Schätzung möglicher Transaktionspreise, häufig vor eigentlicher Bewertung	Praxisorientiertes Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes

**Tabelle 9** praxisorientierter Vergleich der Bewertungsverfahren (eigene Darstellung)

Einen korrekten Unternehmenswert zu berechnen ist in der Realität nicht möglich. Eine Bewertung erfordert die Simulation verschiedener Szenarien. Selbst unter größter Genauigkeit entstehen in diesem Prozess nur Schätzwerte, die mittelst einer Sensitivitätsanalyse auf ihre Plausibilität geprüft werden kann. Weiterhin ist anzumerken, dass im Zuge einer Bewertung kein Kaufpreis berechnet wird. Die Bewertung liefert lediglich eine Argumentationsgrundlage für spätere Verhandlungen.

### 4.3 Preisfindung im Verkaufsprozess

Aus dem Abschnitt 4.2 wird deutlich, dass die Verfahren zur Unternehmensbewertung lediglich Schätzwerte für mögliche Kaufpreise ermitteln. Abhängig von den Erwartungen der Käufer oder Verkäufer schwankt der Kaufpreis innerhalb eines gewissen Rahmens. Bei den Verhandlungen zu der Preisfindung werden alle Parteien ihre Ansichten diskutieren. Der Käufer wird dabei versuchen, einen möglichst geringen Preis herauszuschlagen, während der Verkäufer generell versucht, den Kaufpreis zu maximieren.

Dieses Kapitel behandelt die Einflussfaktoren bei der Preisfindung und analysiert diese nach ihrer Wirkung. Um auch in diesem Kapitel einen angemessenen Bezug zur Praxis gewährleisten zu können, wurden Stimmen aus der Praxis zu den preisbestimmenden Faktoren in die Betrachtung aufgenommen. Ergänzend dazu wird eine Studie betrachtet, die 2011 zu der „Besonderheit der Nachfolge mittelständischer Unternehmen“<sup>85</sup> durchgeführt wurde.

Abbildung 13 systematisiert die preisbestimmenden Faktoren anhand ihres Ursprunges. Dabei ist weiterführend zwischen Eingangskriterien und preisbeeinflussenden Faktoren zu unterscheiden.

#### **Eingangskriterien:**

Eingangskriterien sind in diesem Zusammenhang Faktoren, ohne deren Erfüllung eine Verhandlung grundsätzlich beendet wird.

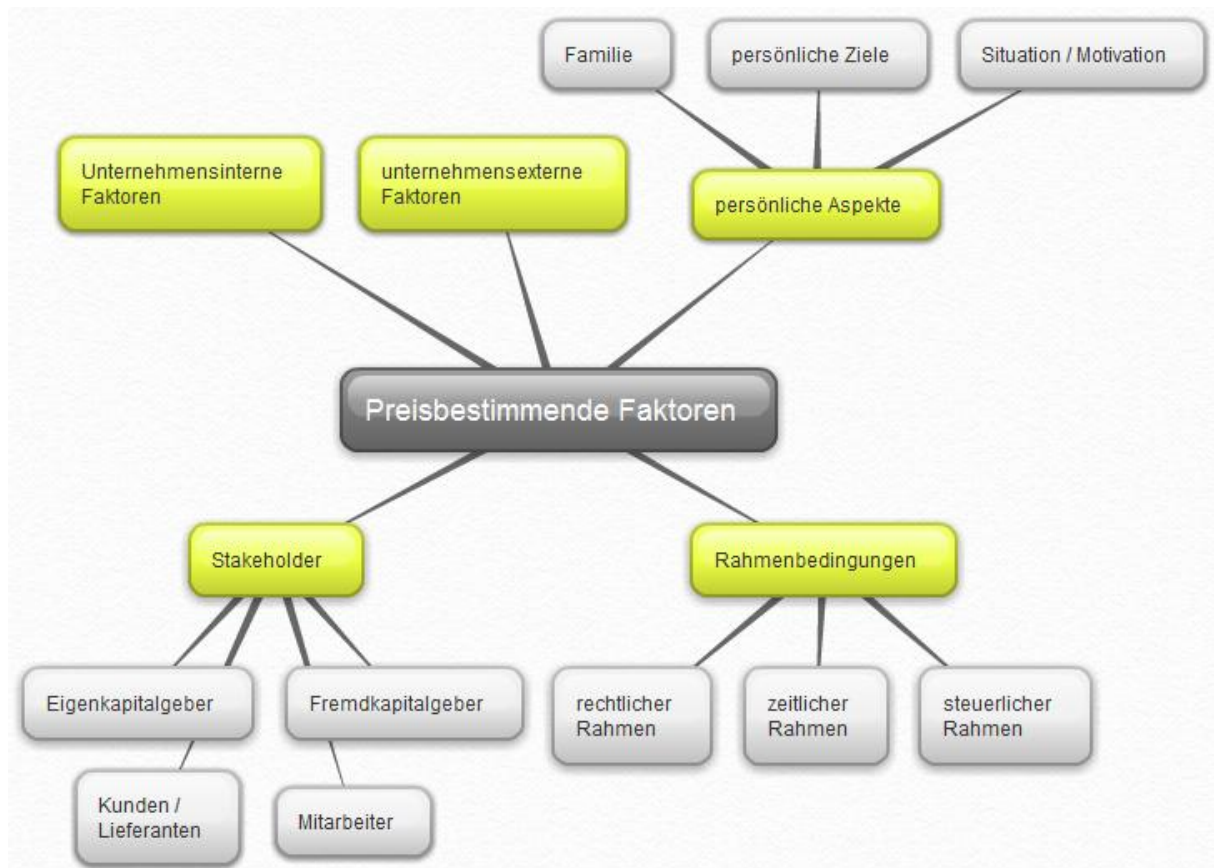
In mittelständischen Unternehmen besteht eine starke Verbundenheit zwischen Eigentümer und dem Unternehmen selbst. Oft ist dies durch lange Tradition oder Familienbesitz begründet. Aus dieser Verbundenheit heraus ergeben sich Kriterien, die der Übergabe des Unternehmens im Wege stehen können. So kann es von hoher Bedeutung sein, dass zwischen abgebendem Alteigentümer und dem Käufer Zielkonformität besteht. Ein Unternehmer, der sein Lebenswerk darin sieht am traditionellen Standort einen erfolgreichen Betrieb aufgebaut zu haben und den Bevölkerung in der Umgebung Arbeitsplätze zu verschaffen, kann davon Abstand nehmen, an ein Großunternehmen zu veräußern. Dieses könnte durch Rationalisierungen und Optimierung die Produktion an eine günstigere Produktionsstätte verlagern, wodurch Arbeitsplätze am ursprünglichen Standort verloren gingen.

---

<sup>85</sup> DODEL, 2011, S. 2-5

Eine weitere Grundvoraussetzung für die Übergabe ist ein gewisses Maß an Vertrauen zwischen den beiden Vertragsparteien. Hat ein Beteiligter das Gefühl, dass ihm Informationen vorenthalten werden, kann das die gesamte Transaktion gefährden.

Neben den Differenzen, die zwischen den Parteien auftreten können, sind unter Umständen kartellrechtliche Vorgaben einzuhalten.



**Abbildung 13** Systematisierung der Einflussfaktoren zur Preisfindung (eigene Darstellung)

### Preisbestimmende Faktoren

Unternehmensinterne Faktoren umfassen die klassischen Kriterien, die auch in der Bewertung berücksichtigt werden. Eine stabile finanzielle Situation erhöht den Unternehmenswert und damit auch den erzielbaren Preis. Darüber hinaus zählen zu den unternehmensinternen Einflüssen die Organisationsstruktur, sowie die Konzernstruktur. Ein weit verzweigtes Organigramm mit zahlreichen Kapitalverflechtungen kann die Transparenz beeinträchtigen und damit den Preis senken. Weiterhin mindern Altlasten, Garantien, Gewährleistungsansprüche oder Verluste aus schwebenden Prozessen den Preis.



Unternehmensexterne Faktoren umfassen die generellen Marktverhältnisse. Ein stark wachsender Markt beinhaltet das Potential eines höheren Preises. Zum Umfeld der unternehmensexternen Faktoren zählt auch der Käuferwettbewerb. Wenn der Preis auch ein Ergebnis aus Angebot und Nachfrage ist, erhöht sich der realisierbare Verkaufspreis mit der Anzahl der Bieter.

Die persönlichen Aspekte nehmen maßgeblichen Einfluss auf die Höhe des Preises. Abhängig ist der Preis dabei von den Zielen des Eigentümers. Zur Absicherung des eigenen Lebensabends und der Familie wird der Verkäufer seinen Grenzpreis in entsprechender Höhe festlegen. Im Gegensatz dazu wird Unternehmer, der seine Ziele im Erhalt des Unternehmens sieht, Abschläge beim Preis eher verkraften. Dabei ist anzumerken, dass Ziele des Bieters häufig Thema der Verhandlungen sind, dass sie sich aber nicht in den Kaufverträgen wiederfinden werden. Beim familieninternen Verkauf oder Schenkung wird der Wert des Unternehmens möglichst niedrig angesetzt. Zu beachten ist dabei, dass ein niedriger Wert nur durch eine pessimistische Planung zu vertreten ist und das wiederum die Bonität des Unternehmens gefährden kann. Ebenfalls hohen Einfluss beim Verkauf hat die Situation des Unternehmers. Falls er den Verkauf mit ausreichend Vorlauf geplant hat, wird es sein Ziel sein, den Preis zu maximieren. Gemäß dem Fall, dass der Eigentümer unerwartet plötzlich durch Krankheit oder Tod aus dem Unternehmen ausscheidet, wird der Betrieb nur mit einem bestimmten Abschlag veräußert werden können. Zur persönlichen Situation des Eigentümers zählen auch übernommene Bürgschaften für Unternehmensverbindlichkeiten. Da der Eigentümer bestrebt ist, auch diese Eventualverpflichtung abzulegen, wird der Kaufpreis um die Summe der Bürgschaft reduziert.

Die Stakeholder können ebenfalls aktiv oder passiv Einfluss auf die Preisfindung nehmen. Abhängig von der Loyalität der Kunden und der Gestaltung der Abnehmerstruktur, kann der Preis beeinflusst werden. In mittelständischen Unternehmen besteht häufig eine vertraute Beziehung zwischen Eigentümer und Lieferanten beziehungsweise Kunden. Durch Ausnutzen der Netzwerke wurden so in der Vergangenheit die Konditionen optimiert. Fraglich ist folglich, ob bei der Übernahme ebenfalls die Konditionen bestehen bleiben. Aktiv bei der Preisfindung Einfluss nehmen, können Mitarbeiter bei einer Übernahme aus ihren Reihen. So kann es zum Beispiel dazu kommen, dass ein leitender Angestellter sich in eine bessere Verhandlungsposition bewegt indem er auf den Eigentümer Druck ausübt. Zu beobachten ist dieses Verhalten gelegentlich in der Dienstleistungsbranche, z.B. in Wirtschaftsberatungen, Telefondienstleistern oder Steuerbüros. Als Alternative zum Verkauf des Unternehmens zu einem günstigeren Preis, erwägt der Mitarbeiter

die Neugründung aus eigener Kraft. Vor allem in Know-How-lastigen Branchen kann das erheblichen Einfluss auf den Preis ausüben.

Bei den Rahmenbedingungen haben vor allem die zeitlichen Einflüsse ein hohes Gewicht. Generell gilt: Je weniger Zeit für die Transaktion zur Verfügung steht, desto höher ist der Abschlag beim Kaufpreis, da durch einen engen zeitlichen Rahmen der Verkaufsdruck erhöht wird. Aber auch steuerliche Rahmenbedingungen können Einfluss auf die Höhe, beziehungsweise auf die Dauer des Prozesses haben. So kann auf Seite des Verkäufers eine Steuererhöhung auf die Einkünfte aus dem Verkauf von Unternehmensanteilen zu einer Beschleunigung des Prozesses führen. Der Verkäufer wird in diesem Fall eher abwarten und erst kurz vor der Erhöhung in die Verhandlungen einsteigen. Dadurch kann ein relativ niedrigerer Preis erzielt werden.<sup>86</sup>

Ergänzend dazu wird in einer 2011 durchgeführten Studie der Einfluss einzelner Faktoren untersucht. Die Ergebnisse dieser Untersuchung sind in Tabelle 10 aufgeführt.<sup>87</sup>

Die Untersuchung hat ergeben, dass ein hohes Maß an Bekanntheit das Vertrauen zum Unternehmen erhöht. Damit steigt auch der Preis, den mögliche Investoren bereit sind zu zahlen. Wie bereits dargestellt, bewirkt ein hoher Verkaufsdruck, hier untersucht anhand des Verschuldungsgrades und Angaben des Managements, dass sich dieser negativ auf die Preisentwicklung auswirkt.

Die Potentiale, die in der Umsetzung von Synergien bestehen, leiten den Interessenten dazu, einen höheren Kaufpreis zu zahlen. Strategische Investoren, die grundsätzlich besser dazu in der Lage sind, sind demnach auch bereit, einen höheren Kaufpreis zu zahlen. Der Interessent wird jedoch nur selten versuchen, die Fähigkeiten zur Erreichung von Synergien preiszugeben. Durch Zurückhalten dieser Information wird er später die Möglichkeit haben, Zusatzgewinne abzuschöpfen.

Ebenfalls bereits erläutert, bewirkt ein Wettbewerb unter den Bietern einen steigenden Kaufpreis. In der Praxis ist es jedoch häufig der Fall, dass sich die Zahl der Bieter begrenzt hält, beziehungsweise, dass nur ein Interessent besteht.

Je komplexer die Transaktion ist, desto höher sind die Abschläge, die Käufer beim Preis machen. Dies wird durch den erhöhten Aufwand verursacht.

---

<sup>86</sup> vgl. PICOT, 2007, S. 137f

<sup>87</sup> Ebenda S. 56

Faktor	Indikator	Messung mit Hilfe von	Wirkung des Indikators auf Delta 1	Wirkung des Indikators auf Delta 2
Vertrauen	Kenntnis	Geschäftsbeziehung in Jahren	Positiv	Positiv
		Anfängliche Beteiligung		
	Reputation des Zielunternehmens	Marktanteil	Positiv	Positiv
	Reputation Management Zielunternehmen	Einsatz in der Firma in Jahren		
		Jahre Industrieerfahrung		
Einstellung Management Zielunternehmen	Beurteilung Reputation durch Bieter	Positiv	Positiv	
	Kommentar durch Management			
Finanzieller Verkaufsdruck		Verschuldungsgrad	Negativ	Negativ
		Angabe durch Management		
Synergien (aus Sicht des Bieters)	Motive	Nennung	Positiv	Positiv
	Möglichkeiten	Überschneidung Industrie	Positiv	Positiv
		Überschneidung Regionen		
		Wertschöpfungskette		
	Überschneidung im Portfolio (FI)			
Wettbewerb	Bekanntheitsgrad Verkäufer	Anzahl Bieter auf Shortlist [1]	Positiv	Positiv
		Anzahl indikativer Angebote [2]		
		Anzahl versandter IM [3]		
		Marktecho [3/1]		
		IM Angebotsquote [2/3]		
	Rivalität zwischen Bieter	Bieter im Datenraum [4]	Positiv	Positiv
		Anzahl MP [5]		
		Anzahl bindender Angebote [6]		
		Angebotsquote [6/4]		
		Prozessquote [6/2]		
Transaktionskosten	Komplexität Zielunternehmen	Anzahl Standorte	Negativ	
		Umfang Datenraum (Ordner)		
		Datenraumöffnung in Tagen		
		Prozesslänge IM-Kaufvertrag		
	Informationsbedarf Bieter	Manntage im Datenraum	Negativ	
		Dealteamgröße (Personen)		
Delta 1 – (relative) Entwicklung vom indikativen zum bindenden Angebot				
Delta 2 – (relative) Entwicklung vom bindenden Angebot zum vertraglich vereinbarten Kaufpreis				

**Tabelle 10** Einflussfaktoren der Preisgestaltung im Überblick (DODEL, 2011, S. 3)

Da die Findung des Kaufpreises auf Verhandlungen beruht, wird derjenige den Preis für sich beeinflussen können, der im Zuge der Verhandlungen die bessere Argumentationsgrundlage besitzt. Aufgrund der zahlreichen Faktoren ist es wichtig, im Rahmen der Vorbereitung eine angemessene Due Diligence durchzuführen. Dadurch können Faktoren optimiert werden und die Argumentationsgrundlage verbessern. Welche Schritte dazu eingeleitet werden können, soll im folgenden Abschnitt geklärt werden.

Daten aus der Unternehmensbewertung beeinflussen die Preisfindung. Folglich ist zu hinterfragen, ob der Kaufpreis eines Unternehmens auch den Wert widerspiegelt. Dies ist hauptsächlich zu verneinen, da die Einflüsse, die auf den Preis einwirken,

sich nicht zwingend im Wert des Unternehmens wiederfinden müssen. Weiche Faktoren, wie z.B. Wissen und Technologie oder psychologische Aspekte, werden möglicherweise durch den Kaufpreis abgegolten, haben aber auf eine neutrale Unternehmensbewertung keinen Einfluss.<sup>88</sup>

#### **4.4 Handlungsalternativen zur Maximierung des Kaufpreises**

Aus den bisher erarbeiteten Kapiteln wird ersichtlich, dass die Unternehmensbewertung von zahlreichen quantitativen und qualitativen Faktoren abhängt. In der Praxis dienen die Ergebnisse der Bewertung als Argumentationsgrundlage für die Kaufpreisverhandlung. In dieser Phase ist es wichtig, für den Verkäufer eine klare und plausible Argumentationsstruktur zu schaffen. Da es abseits der Theorie häufig zu Preisabschlägen kommt, wenn ein Unternehmen unter Zeitdruck verkauft wird, ist frühzeitig die Thematik der Nachfolge zu besprechen.

Die Bank als ganzheitlicher Berater und Begleiter eines Unternehmens hat hier die Aufgabe, den Eigentümer über die Thematik aufzuklären. Aufgabe sollte es sein, den Unternehmer rechtzeitig zu sensibilisieren. Der Berater sollte dabei den Kunden über die Möglichkeiten der Nachfolge informieren und ihm aufzeigen, dass eine Unternehmensnachfolge mit Kosten verbunden sein wird. Die Ziele des Unternehmers sollten festgehalten werden.

Um einen angemessenen Preis bei Verkauf des Unternehmens zu erzielen, bedarf es einer gewissen Zeit, um Betrieb und Unternehmer vorzubereiten. Der Nachfolgeprozess startet damit mindestens 3 – 5 Jahre vor den eigentlichen Verhandlungen. Zur Durchführung von mittel- und kurzfristigen Maßnahmen stehen den Beteiligten einige Mittel zur Verfügung, die darauf abzielen, Risiken im Unternehmen zu erkennen und zu quantifizieren.<sup>89</sup>

Alle Maßnahmen zielen darauf ab, den Shareholder Value zu erhöhen. Der Shareholder Value Ansatz beschreibt die Aufgabe der Unternehmensleitung alle Entscheidungen so zu treffen, dass die Position der Eigenkapitalgeber gestärkt wird. Ergänzend dazu werden neben den Ansprüchen der Eigenkapitalgeber auch die Interessen von Fremdkapitalgebern, Lieferanten, Kunden, der allgemeinen Öffentlichkeit und der Belegschaft gewahrt.<sup>90</sup> Das von Copeland, KOLLER und

---

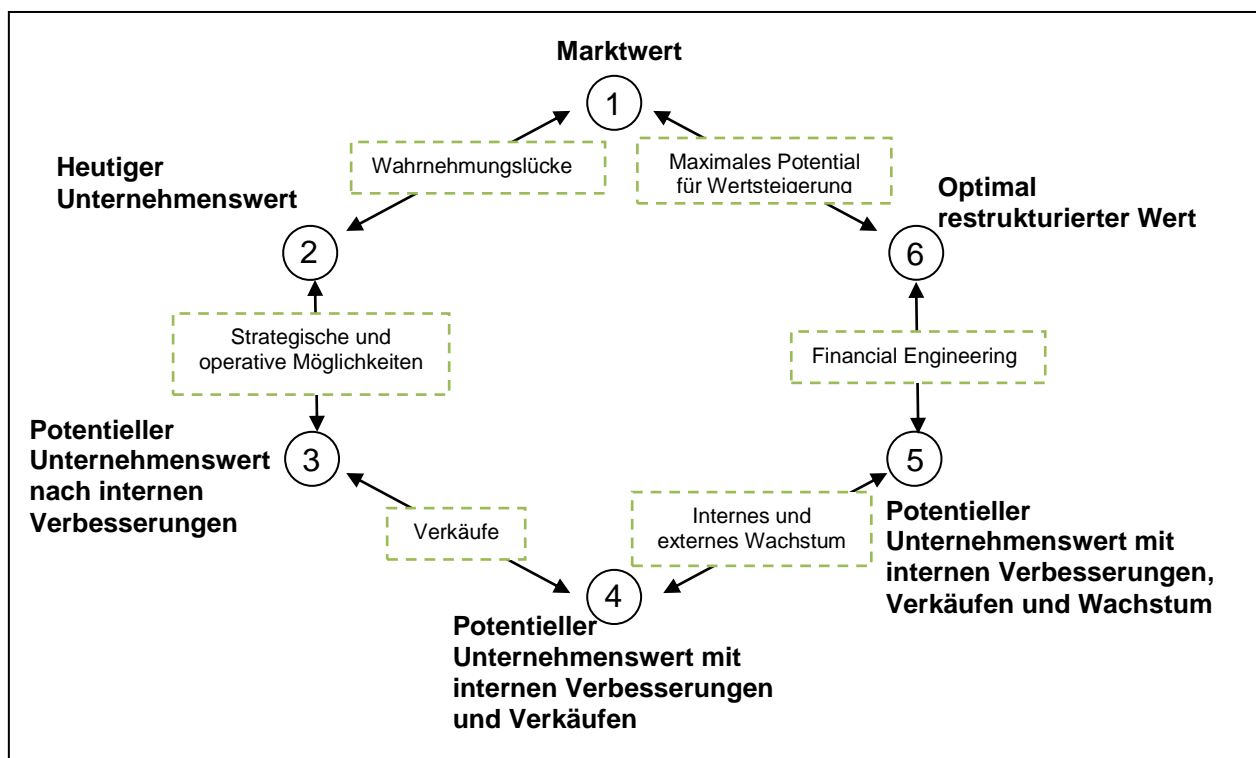
<sup>88</sup> ZWIRNER, 2012, S. 1998

<sup>89</sup> LORENZ; 2004; S. 169

<sup>90</sup> WÖHE S. 50

MURRIN entwickelte Restrukturierungs-Hexagon (Abbildung 13) zeigt die möglichen Ansätze zur Erhöhung des Shareholder Value.

Die Höhe des Marktwertes ist lediglich für börsennotierte Unternehmen relevant und kann damit auf die Betrachtung mittelständischer Unternehmen außen vor gelassen werden. Die Rolle der Finanzkommunikation besteht darin, den tatsächlichen Wert des Unternehmens und die Vorstellungen über erzielbare Preise anzugleichen. Ausgehend vom aktuellen Wert können strategische und operative Maßnahmen den Wert des Unternehmens steigern. Sollten die Möglichkeiten der Verbesserungen ausgeschöpft sein, besteht eine weitere Möglichkeit darin Unternehmensteile, deren Deckungsbeitrag nicht den Vorstellungen entspricht zu veräußern. Um zu einer Wertsteigerung beitragen zu können, sollte das Wachstum organisch stattfinden. Im letzten Schritt wird die Finanzierungsstruktur des Unternehmens optimiert.



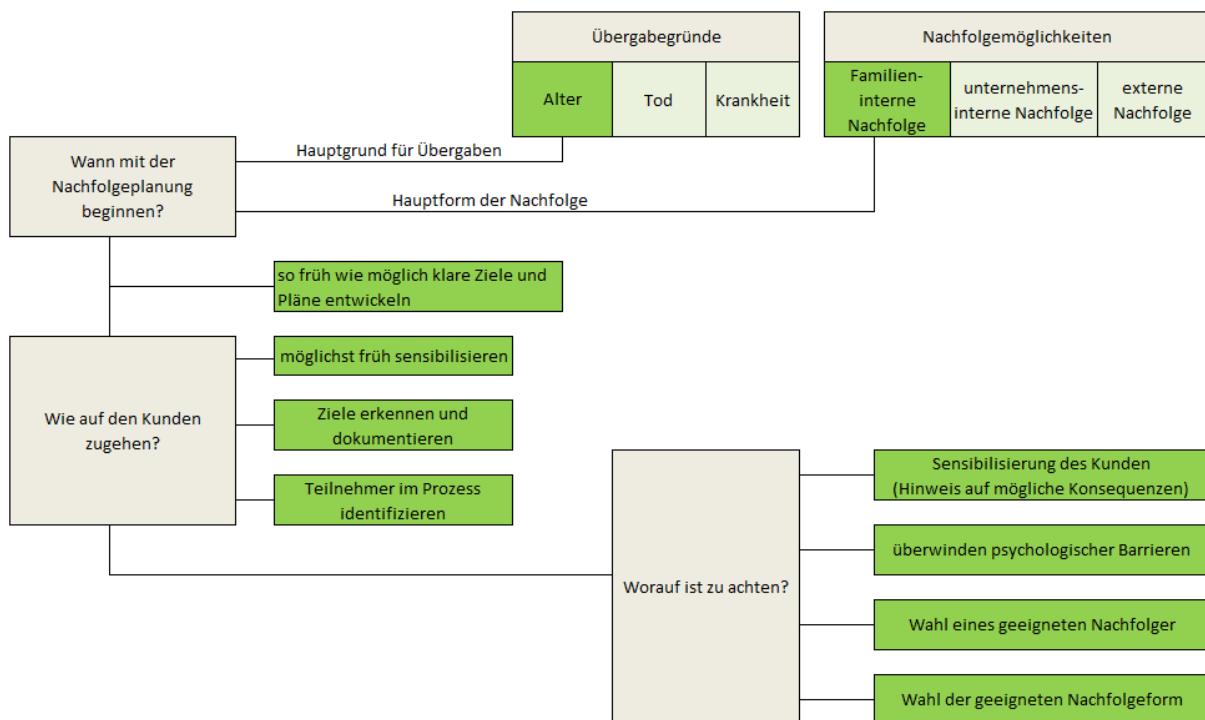
**Abbildung 14** Restrukturierungs-Hexagon nach Copeland/Koller/Murrin  
(eigene Darstellung in Anlehnung an BALZ; ARLINGHAUS, 2007, S. 19)

Interne Verbesserungen beziehen sich im Rahmen der Restrukturierung sowohl auf Entscheidungen, die den Betrieb effizienter gestalten, als auch auf die Bereinigung der Bilanz und der Organisationsstruktur. Vor allem bei historisch gewachsenen Unternehmen besteht die Möglichkeit, dass sich im Laufe der Jahre Kapitalverflechtungen ergeben haben, die die Organisation unnötig erschweren. In solchen Fällen ist zu prüfen, welche Beteiligungen notwendig sind, beziehungsweise welche Optimierungspotentiale in der Organisationsstruktur bestehen.

Ein weiteres Problem können Immobilien darstellen, die möglicherweise im Rahmen eines Vorhabens erworben wurden, mittlerweile jedoch brach liegen beziehungsweise ungenutzt sind. In Vorbereitung einer Unternehmensnachfolge ist sich von ungenutzten Immobilien und Grundstücken zu trennen. Sollten der Eigentümer Kenntnisse über diverse Altlasten haben, sind diese in jedem Fall zu quantifizieren und bei Möglichkeit zu beseitigen.

#### 4.5 Leitfaden zur Unternehmensbewertung mitteständischer Unternehmen bei der Nachfolge

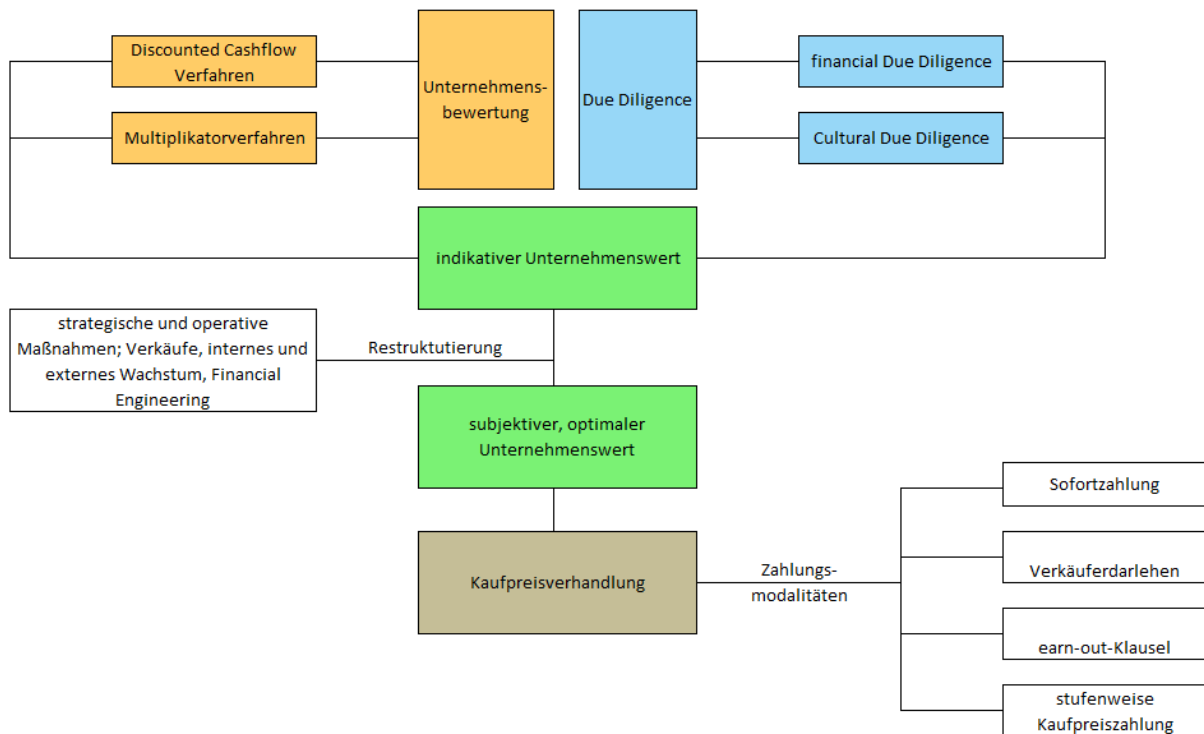
Im Laufe des Übergabeprozesses steht der Unternehmer vor zahlreichen Herausforderungen. Um hier den Überblick zu behalten, kann die Bank unterstützend einschreiten. Im ersten Schritt muss ein grundlegendes Verständnis der Nachfolge beim Unternehmer geschaffen werden (vgl. Abbildung 15).



**Abbildung 15** Prozessablauf Nachfolgeberatung (eigene Darstellung)

Dabei soll in erster Linie darauf Wert gelegt werden, den Unternehmer auf die Nachfolge vorzubereiten. Durchgeführt wird dieser Schritt durch die Firmenkundenberater. Das Einbinden eines Spezialisten ist an dieser Stelle noch nicht zwingend notwendig. Erst im nächsten Schritt werden die Pläne zur Umsetzung der Unternehmensübertragung konkretisiert. Um die Vorstellungen über den Transaktionspreis zu verifizieren, durchläuft das Unternehmen geeignete Verfahren zur Unternehmensbewertung und einer Due Diligence. Die daraus resultierende

Argumentationsgrundlage bildet das Fundament für die Kaufpreisverhandlung (vgl. Abbildung 16). In der Due Diligence ist das Unternehmen mit allen Einzelheiten zu analysieren. Zu den Aufgaben einer Due Diligence gehört es die Vermögensgegenstände auf Werthaltigkeit zu überprüfen, bestehende Verträge und Patente zu analysieren, sowie eine grundlegende Untersuchung zur Unternehmenskultur.



**Abbildung 16** Bewertungsprozess (eigene Darstellung)

Die Mittel zur Optimierung des Kaufpreises wurden im vorangegangenen Kapitel erläutert. Durch sinnvolle Kombination und Einsatz lässt sich der Wert des Unternehmens maximieren. In dieser Phase werden auch externe Berater, Rechtsanwälte, Notare und Wirtschaftsprüfer unverzichtbar. Eine ganzheitliche Beratung wird in den meisten Fällen durch die Bank alleine nicht durchführbar sein, da die steuerlichen und rechtlichen Besonderheiten eine Betreuung durch Experten möglich macht. Aufgrund der Vielzahl an beteiligten Instituten, lohnt sich der Verkauf eines Unternehmens aus der Sicht von Großbanken erst ab einem bestimmten Volumen.

## 5 Fazit

Der Mittelstand hat seine Rolle als treibendes Element der deutschen Wirtschaft bewiesen. Mit einem Anteil am gesamt erwirtschafteten Umsatz von über 60 Prozent liegen die Bundesländer Sachsen und Thüringen weit über dem deutschen Durchschnitt. Das zeigt, dass vor allem in den neuen Bundesländern der Mittelstand eine besondere Rolle einnimmt. Vor allem die Bereitschaft, sich mit dem Mittelstand zu identifizieren, sichert der deutschen Wirtschaft eine besondere Rolle innerhalb der EU. Hervorzuheben sind an dieser Stelle die typischen Charakteristika des Mittelstandes, wie z.B. die enge Verbundenheit von Eigentum und Unternehmensleitung. Daraus resultierend entsteht eine hohe emotionale Bindung zwischen Eigentümer und seinem Lebenswerk. Diese psychologischen Aspekte haben wiederum einen erheblichen Einfluss auf die Unternehmensnachfolge.

Das Alter bleibt mit 86 Prozent der Hauptgrund für die Unternehmensnachfolge. Die verbleibenden 14 Prozent, deren Übergabegrund sich auf Krankheit und Versterben des Eigentümers beschränkt, belaufen sich dennoch auf 40.000 Unternehmen, die bis 2014 übergeben werden. Insgesamt sollen deutschlandweit jährlich circa 22.000 Unternehmen zur Übernahme reif sein. Oft wird vom Unternehmer zu spät erkannt, dass es an der Zeit ist die Nachfolge angemessen zu planen. In diesem Fall kann es problematisch werden einen angemessenen Nachfolger zu finden oder zu einem angemessenen Zeitpunkt zu verkaufen. Die häufigste Form der Nachfolge bleibt weiterhin die Übergabe innerhalb der Familie, wobei die Frage nach der Eignung des familieninternen Nachfolgers an dieser Stelle nicht geklärt wurde. Unter der Anzahl an übernahmereifen Unternehmen befindet sich nur eine bestimmte Menge an Unternehmen, die auch übernahmefähig sind. Um zu untersuchen ob ein Betrieb übernahmewürdig ist, werden in der Praxis verschiedene Verfahren verwendet.

Die Unternehmensbewertung liefert generell nur Schätzwerte, die den Wert eines Unternehmens unter Voraussetzung diverser Annahmen beschreiben. Ein Bewertungsverfahren ohne Schwächen existiert weder in der Theorie noch in der Praxis. Viel mehr ist es Aufgabe des bewertenden Instituts eine angemessene Kombination aus Verfahren zu wählen, die unter Vorgabe von Daten eine Bandbreite an möglichen Unternehmenswerten widerspiegeln kann. In der Praxis haben sich einige Verfahren etabliert.

Das Substanzwertverfahren wurde eine lange Zeit genutzt. Heutzutage wird dessen Bedeutung eher gering eingeschätzt, da die Betrachtung von zukünftigen Potentialen komplett entfällt. Lediglich zur Bewertung einzelner Vermögensgegenstände wird dieses Verfahren noch in der Praxis genutzt. Zur Bewertung gesamter Unternehmen



oder von Unternehmensteilen ist dieses Verfahren ungeeignet, da man davon ausgeht, dass Vermögen nur dann wertbildend sein kann, wenn daraus auch Erträge generiert werden können.

Das Multiplikatorverfahren wird auch aktuell für indikative Preisermittlung verwendet. Aufgrund von Vergangenheitswerten soll darauf geschlossen werden, welche Preise am Markt realisierbar sind. Dazu wird mit Kenngrößen und vergleichenden Multiplikatoren ein Schätzwert für mögliche Transaktionspreise errechnet. Dieses Verfahren ist keine Bewertung im engeren Sinn, trifft aber in der Praxis häufig in die Nähe der tatsächlich realisierten Preise. In der Kommunikation mit Kunden, erfüllt das Multiplikatorverfahren die Funktion zur Vermittlung von möglichen Unternehmenswerten und besitzt den Vorteil, dass es mit relativ geringem Aufwand betrieben werden kann.

Im Gegensatz dazu benötigt das Discounted-Cashflow-Modell ausführliches Datenmaterial und ist unter den Verfahren der Unternehmensbewertungen eines der aufwändigsten. Es hat den Vorteil, dass es als einziges Verfahren zukunftsorientiert arbeitet. Im Grundprinzip wird der Zukunftserfolgswert dadurch ermittelt, dass der freie Cashflow mit dem Zinssatz für Eigen- und Fremdkapitalkosten abgezinst wird. Problematisch bei diesem Verfahren sind die restriktiven Annahmen, die Voraussetzung für die Verfahren zur Berechnung der Eigenkapitalkosten sind. In der Praxis hat sich dieses Verfahren auch deshalb durchgesetzt, weil die Erwartungshaltung und Pläne der Investoren detailliert in die Planung des Cashflows mit aufgenommen werden können. Diese Transparenz bei der Ermittlung des subjektiven Unternehmenswertes bildet eine gute Argumentationsgrundlage für die Preisverhandlung.

Die Ermittlung eines Transaktionspreises ist das Ergebnis von Verhandlungen. Dabei wird der Teilnehmer den Preis in ihre Richtung bewegen können, der die Argumente überzeugender vertreten kann. Bei der Preisfindung zu beachten sind sowohl sachliche Gründe, wie die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, die Abnehmerstruktur und andere quantifizierbare Größen. Darüber hinaus haben die persönlichen Ziele und Motive des Verkäufers einen erheblichen Einfluss auf die Preisbildung. Diese Gründe sind meist nicht quantifizierbar und müssen nicht zwingend rationaler Natur sein. Das bedeutet, dass der erzielte Preis auch unter dem erwarteten Transaktionswert liegen kann, wenn dadurch die Wünsche und Ziele des Unternehmers berücksichtigt wurden.

Schließlich wird sich derjenige durchsetzen, dessen Argumente schlagkräftiger sind. Deswegen sollte es bei jeder Nachfolge verpflichtend sein, preismindernde Faktoren

zu eliminieren. Eine angemessene Restrukturierung und Planung erfordert jedoch mindestens 3-5 Jahre. In der Praxis zeigt sich häufig, dass dieser Zeitraum nicht eingehalten werden kann. An dieser Stelle ist es Aufgabe der Banken, die Vorarbeit zur Aufklärung über das Thema zu übernehmen.

## Quellenverzeichnis

BALZ, Ulrich; ARLINGHAUS, Olaf [Hrsg.]: Praxisbuch Mergers & Acquisitions. 2. Auflage. Landsberg am Lech, 2007

BALZ, Ulrich; Bernau-Henkel, Detlef: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. In: BOROWICZ, Frank; MITTERMAIR, Klaus [Hrsg.]: Strategisches Management von Mergers & Acquisitions. Wiesbaden, 2006

BACKES, Gertrud; CLEMENS, Wolfgang: Lebensphase Alter – Eine Einführung in die sozialwissenschaftliche Altersforschung. 3. Aufl., Weinheim/München, 2008

BAUS, Kirsten: Familienstrategie in der Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

Bewertungsgesetz (BewG) i.d.F. des Gesetzes vom 08.02.2010. In: Steuergesetze, 5. Aufl. München, 2011

BIELER, Stefan: Psychologische Hürden der Unternehmensnachfolge aus Sicht des Senior-Unternehmers. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

BORN, Karl: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung. 2. Auflage. Stuttgart, 2003

BORN, Werner H.: Rechtliche und steuerliche Fragestellungen bei der unentgeltlichen Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

BREDE, Helmut: Betriebswirtschaftslehre. 8. überarb. Aufl. München, 2004

BRÖSEL, Gerrit; KEUPER, Frank: Zur Bedeutung der funktionalen Unternehmensbewertung bei Unternehmensakquisitionen. In: BOROWICZ, Frank; MITTERMAIR, Klaus [Hrsg.]: Strategisches Management von Mergers & Acquisitions. Wiesbaden, 2006

BROST, Heike; FAUST, Martin: Unternehmensnachfolge im Mittelstand – Daten und Fakten in Deutschland. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

Commerzbank AG. In: <https://www.commerzbank.de/>; Kunden; Firmenkunden; Unsere Kunden

Definition KMU. In: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/index_de.htm)

DIW Berlin: Polarisierung der Einkommen. In: Wochenbericht Nr. 24/2010, Berlin, 2010

DODEL, Kerstin: Besonderheiten der M&A-Prozesse im Mittelstand. In: <http://www.duffandphelps.com/sitecollectiondocuments/articles/BIM-01-11-Dodel.pdf>

DRUKARCZYK, Jochen; SCHÜLER, Andreas: Unternehmensbewertung. 6. Aufl. München, 2011

Einkommensteuergesetz (EStG) i.d.F. des Gesetzes vom 09.12.2010. In: Steuergesetze, 5. Aufl. München, 2011

Erbschaftssteuergesetz (ErbStG) i.d.F. des Gesetzes vom 08.12.2010. In: Steuergesetze, 5. Aufl. München, 2011

Europäische Kommission: Die neue KMU-Definition. 2008. In: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme\\_definition/sme\\_user\\_guide\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_de.pdf)

Europäische Kommission: Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinsunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen. Brüssel, 2003

European Commission: Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/2012. Rotterdam, 2012

European Commission: SBA Factsheet EU, 2012. In: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2012/germany\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2012/germany_en.pdf)

FELDEN, Birgit; PFANNENSCHWARZ, Armin: Unternehmensnachfolge. München, 2008

FISCHER, Marc: Produktlebenszyklus und Wettbewerbsdynamik. Wiesbaden, 2001

FISCHER, Markus: Verkaufsprozess und Kaufpreisfindung bei der familienexternen Nachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

GELHAUSEN, Fritz: Probleme der Bewertung von Unternehmen. In: WPg, 1. Jg., 1948

GRILL, Hannelore; Perczynski, Hans u.a.: Wirtschaftslehre des Kreditwesens. 44. Aufl. Troisdorf, 2010

GÜNTERBERG, Brigitte: Gründungen, Liquidationen, Insolvenzen 2010 in Deutschland. In: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Daten und Fakten Nr. 1, Bonn. 2012

GÜNTERBERG, Brigitte; WOLTER, Hans-Jürgen:: Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002 - Daten und Fakten. In: Institut für Mittelstandsforschung Bonn Hrsg.: IfM-Materialien Nr. 157, Bonn, 2003

HACKER, Klaus; SCHÖNHERR, Kurt W.: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. Zürich, 2007

HAUSER, Hans-Eduard; KAY, Rosemarie; Boerger, Sven: Unternehmensnachfolgen in Deutschland 2010 bis 2014 - Schätzung mit weiterentwickeltem Verfahren. In: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): IfM-Materialien Nr. 198, Bonn. 2010

HERZOG, Richard: Der Substanzwert im Rahmen der Unternehmensbewertung – Ein Diskussionsbeitrag. In: DB, 15 Jg., 1926

HINNE, Carsten: Mergers & Acquisitions. Wiesbaden, 2008

HOFFELNER, Matthias: Management Buy-Out als Finanzierungsinstrument der Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

HRADIL, Stefan: Soziale Ungleichheit. In: <http://www.bpb.de/politik/grundfragen/deutsche-verhaeltnisse-eine-sozialkunde/138437/grundbegriffe>

IDW: Standard 1 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, 2008.

KÜHN, Michael: Rechtliche und steuerliche Fragestellung. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

LAUTERBACH, Wolfgang; TARVENKORN, Alexander: Homogenität und Heterogenität von Reichen im Vergleich zur gesellschaftlichen Mitte. In: LAUTERBACH, Wolfgang; DRUYEN, Thomas; GRUNDMANN, Matthias [Hrsg.]: Vermögen in Deutschland – Heterogenität und Verantwortung. 1. Aufl. Wiesbaden, 2011

LEITNER, Friedrich: Wirtschaftslehre der Unternehmung. Berlin/ Leipzig, 1926

LORENZ; Margarete: Analyse der Unternehmensrisiken. In: BONITZ, Franz; OSTERMANN, Peter [Hrsg.]: Handbuch zur Ratingvorbereitung und Ratingverbesserung. Wien, 2004

MEYER, Bernd; BALL, Jochen: Chancen und Risiken entgeltlicher sowie teilentgeltlicher familieninterner Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

Mittelstandsdefinition. In: <http://www.ifm-bonn.org/>; Mittelstandsdefinition; Definition KMU des IfM Bonn

Mittelstand im Überblick. In: [http://www.ifm-bonn.org](http://www.ifm-bonn.org/); Statistiken; Mittelstand im Überblick; Volkswirtschaftliche Bedeutung der KMU

MÜLLER, Klaus: Mikroökonomie. 4. verb. u. erw. Aufl. Chemnitz, 2009

NIGGEMANN, Karl A.: Beratung bei der Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

PICOT, Gerhard: Handbuch Mergers & Acquisitions. 3. Auflage. Stuttgart, 2005

RICHTER, Frank: Mergers & Acquisitions. München, 2005

RUBACH, Jutta; KOEPKE, Detlef: Die Rolle der Kommunikation bei der Unternehmensnachfolge. In: Beckmann, Ralph; BROST, Heike; Faust, Martin [Hrsg.]: Unternehmensnachfolge im Mittelstand. 3. Aufl. Frankfurt am Main, 2012

Sachsen Bank: Die 100 größten Unternehmens Mitteldeutschlands. In: Sachsen Bank: Fokus Mittelstand Ausgabe November 2008, Leipzig, 2008

SCHELKY, Helmut: Die Bedeutung des Schichtungsbegriffes für die Analyse der gegenwärtigen deutschen Gesellschaft, in: SCHELKY, Helmut: Auf der Suche nach Wirklichkeit. Gesammelte Aufsätze, Düsseldorf/Köln, 1965

SEILER, Karl: Unternehmensbewertung. Berlin/Heidelberg, 2004

Springer Gabler Verlag [Hrsg.], Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Preis, In: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/54632/preis-v5.html>

Staatsministerium für Wirtschaft, Arbeit und Verkehr: Sächsischer Mittelstandsbericht 2009/2010. Dresden, 2011

THIEME, Frank: Kaste, Stand, Klasse. In: KORTE, Hermann; SCHÄFERS, Bernhard [Hrsg.]: Einführung in die Hauptbegriffe der Soziologie. 7. Aufl., Wiesbaden 2008

Thüringer Ministerium für Wirtschaft, Technologie und Arbeit: Mittelstandsbericht 2010. Erfurt, 2011

Unternehmenslebenszyklus. In: <http://www.ifm-bonn.org/>; Studien; Unternehmenslebenszyklus

WIRTZ, Bernd W.: Mergers & Acquisitions Management. Wiesbaden, 2003

WITTE, Hermann: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 2. Aufl. München, 2007

WÖHE; Günter; Döring, Ulrich: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 24. überarb. u. akt. Aufl. München, 2010

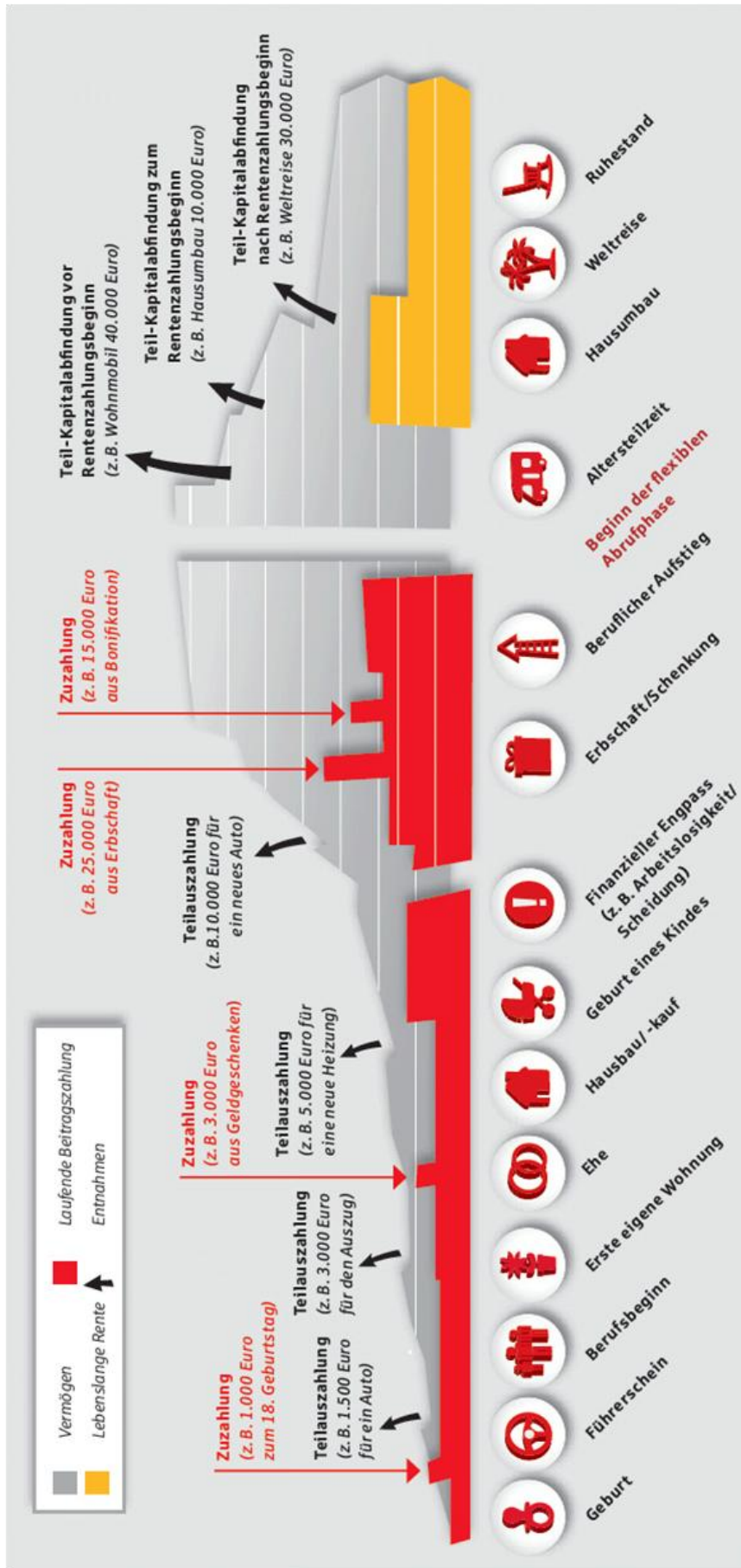
WOLL, Artur: Volkswirtschaftslehre. 16. Aufl. München, 2011

ZWIRNER, Christian: Unternehmensbewertung – Bewertungsmethoden und –  
ansätze. München, 2012

## **Anhangverzeichnis**

Anhang 1	Lebensphasenmodell der Sparkasse Pforzheim/Calw
Anhang 2	Beispielrechnung – Multiplikatorverfahren
Anhang 3	Finance Multiples per 31.06.2013
Anhang 4	Beispielrechnung – Discounted-Cashflow-Verfahren
Anhang 5	Fragebogen zum Thema der Preisfindung bei externer Übergabe
Anhang 6	Auswertung des Fragebogens/Interviews





(Quelle: Sparkasse Pforzheim-Calw 30.07.2013 In: [https://www.sparkasse-pforzheim-calw.de/pixel/privatkunden/Altersvorsorge/extratrente\\_beispiel.jpg](https://www.sparkasse-pforzheim-calw.de/pixel/privatkunden/Altersvorsorge/extratrente_beispiel.jpg))

Ausgangslage: Simuliert wird die Berechnung für ein Small-Cap Maschinenbauunternehmen, mit einem Jahresumsatz bis zu 50 Mio. EUR.

### Auszug aus Bilanz und GuV der Beispiel-GmbH:

		in TEUR
Umsatz		<b>25.000</b>
Gewinn vor Steuern		4.500
Zinserträge	./.	50
Zinsaufwand	+	430
<b>EBIT</b>	<b>=</b>	<b>4.880</b>
Bankschulden		5.000
Gesellschafterdarlehen	+	1.000
frei verfügbare Liquidität	./.	1.500
<b>Nettofinanzverschuldung</b>	<b>=</b>	<b>4.500</b>

### Berechnung des Unternehmenswertes auf EBIT-Basis und Umsatz-Basis

EBIT		4.880	Umsatz		25.000
EBIT-Multiplikator	*	6,1	Umsatz-Multiplikator	*	0,77
<b>Unternehmenswert</b>	<b>=</b>	<b>29.768</b>	<b>Unternehmenswert</b>	<b>=</b>	<b>25.001</b>
Nettofinanzverschuldung	./.	4.500	Nettofinanzverschuldung	./.	4.500
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>=</b>	<b>25.268</b>	<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>=</b>	<b>20.501</b>

Der Verkauf eines Unternehmens erfolgt unter Abzug der Nettofinanzverschuldung. Deshalb muss der Saldo der Verbindlichkeiten von dem Unternehmenswert, der die operative Ertragskraft abbildet, abgezogen werden.

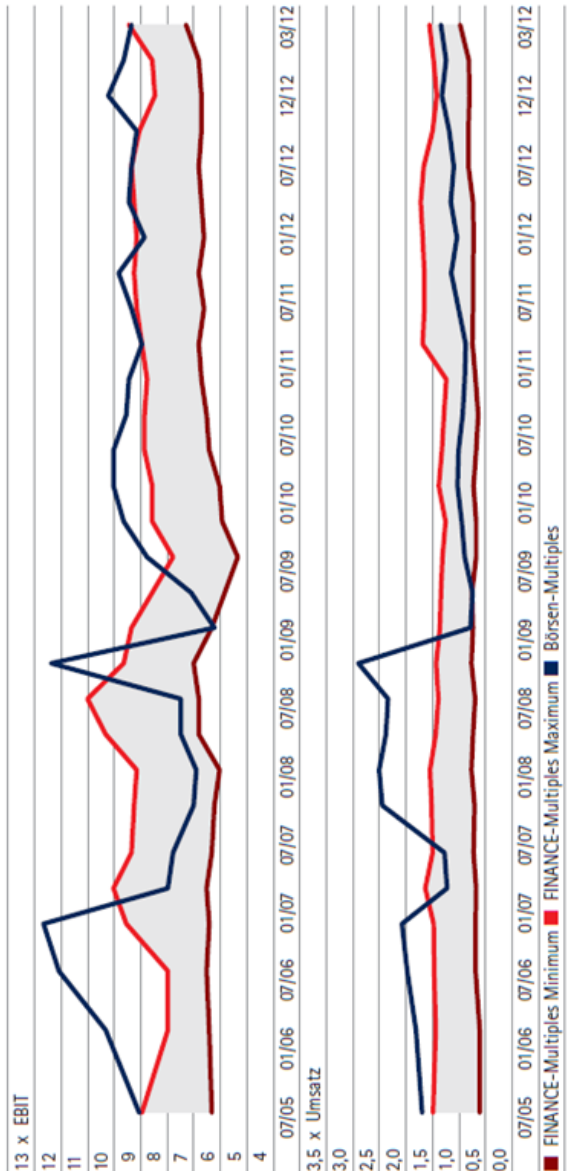
Die Tatsache, dass der Eigenkapitalwert beim EBIT-Multiple höher ist, als beim Umsatz, ist ein Indiz dafür, dass das Unternehmen im Vergleich zur Branche profitabler arbeitet.

Dieses plakative Beispiel soll den Prozess der Berechnung darstellen. Es gibt keine verlässliche Aussage über eine allgemeingültige Wertung der Zahlen und die Übertragbarkeit des Ergebnisses auf andere Unternehmen. Für jede Übergabe muss eine individuelle Berechnung durchgeführt werden. Die Ergebnisse weichen damit u.U. stark von den oben aufgeführten ab.

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*		Experten-Multiples Mid-Cap*		Experten-Multiples Large-Cap*					
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple				
Berater Dienstleistungen	12,4 ↓	1,40 ↓	5,6	7,4 ↓	6,3	8,2 ↓	6,2 ↓	8,4 ↓	7,0 ↓	9,2 ↓	0,67 ↓	1,38 ↓
Software	15,2 ↓	1,39 ↑	5,8	7,7	6,3	8,1 ↑	7,0	9,0	7,6	9,9	1,16	1,89
Telekommunikation	10,3 ↓	1,52 ↓	6,2	8,1	6,2	8,3	6,2	8,3	7,1	9,7	0,86	1,42
Medien	12,8	1,31 ↓	5,8	8,0	6,6	8,9	6,6	9,0	7,6	10,0	0,97	1,58
Handel und E-Commerce	10,5	0,79 ↑	5,1	7,0	6,0	7,9	6,0	7,9	6,8	9,0	0,61	1,05
Transport, Logistik und Touristik	11,3	1,29 ↑	5,4	7,1	6,2	8,9	6,0	8,0	7,1	9,2	0,79	1,25
Elektrotechnik und Elektronik	10,6	0,98 ↑	5,1	6,8	6,2	8,1	5,5	7,3	6,1	8,1	0,52	0,88
Fahrzeugbau und -zubehör	11,7	0,83 ↓	5,7	7,4	6,2	8,9	6,0	8,0	6,6	8,9	0,62	1,03
Maschinen- und Anlagenbau	10,5	1,36	6,2	8,1	6,1	8,9	6,8	8,9	7,4	10,0	0,82	1,24
Chemie und Kosmetik	9,4 ↓	1,35 ↑	6,6	8,9	6,6	8,9	7,3	9,5	7,8	10,5	1,04	1,83
Pharma	9,3 ↓	1,40 ↑	5,0	6,7	6,6	8,7	5,6	7,6	6,4	8,9	0,67	1,05
Textil und Bekleidung	8,9	0,94	5,7	7,6	6,6	8,7	6,6	8,7	7,4	10,0	0,78	1,27
Nahrungs- und Genussmittel	11,3	0,44 ↓	5,7	7,8	6,4	8,4	6,4	8,4	6,9	9,3	0,82	1,23
Gas, Strom, Wasser	-	-	5,3	7,2	6,2	8,2	6,2	8,2	6,5	9,0	0,72	1,15
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien	14,8	0,96 ↓	4,2	5,6	5,1	6,6	5,1	6,6	5,5	7,2	0,49	0,78
Bau und Handwerk	-	-	4,2	5,6	5,1	6,6	5,1	6,6	5,5	7,2	0,49	0,78

\* Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro; Large-Cap: über 250 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

EBIT- und Umsatz-Multiples Pharma im Rückblick



(Online: FINANCE-MULTIPLES (14.08.2013): Das ist ihr Unternehmen wert. In: [http://www.finance-magazin.de/uploads/media/Finance\\_Multiples\\_Juni\\_2013.pdf](http://www.finance-magazin.de/uploads/media/Finance_Multiples_Juni_2013.pdf))

Dieses Beispiel dient der vereinfachten Darstellung und Veranschaulichung der Durchführung des DCF-Verfahrens. Die verwendeten Werte und Plandaten sind größtenteils fiktional.

## Bestimmung der Bewertungsrelevanten Cashflows

in TEUR

	t1	t2	t3
EBIT	4.880	5.368	5.905
Steuern	./.	1.886	2.074
Abschreibung	+	570	570
Erhöhung Rückstellungen	+	300	300
<b>Brutto Cashflow</b>	=	<b>3.864</b>	<b>4.164</b>
Investition in Sachanlagen	./.	270	270
Zunahme Nettoumlaufvermögen	./.	1.200	1.200
<b>Free Cashflow</b>	=	<b>2.394</b>	<b>2.694</b>

## Bestimmung der Risikogewichteten Kapitalkosten

$$i_{EK} = 1,5\% + (10 - 1,5) * 1,2$$

$$i_{EK} = 11,7 \%$$

$R_f$  ...risikofreier Zins, verwendet wird die Rendite der 10 jährigen Bundesanleihe

$E(R_M)$  ... Erwartete Marktrendite, verwendet wird historische Daxrendite 10%

$\beta$  ... unterstellt wird ein überdurchschnittliche Konjunkturabhängigkeit

Aus den Konditionen der bestehenden Verbindlichkeiten ergibt sich ein durchschnittlicher Zinssatz von 7,5% p.a. Für die Berechnung des WACC werden Kapitalquoten zur Gewichtung aus der Bilanz herangezogen.

$$WACC = 11,7\% * \frac{65}{100} + 7,5 * (1 - 32,5\%) * \frac{35}{100}$$

$$WACC = 9,38 \%$$

$s_u$  ... steuerliche Abzugsfähigkeit von Dauerschulden

$i_{FK}$ ... aus bestehenden Verb. ermittelt

in TEUR	Detailplanungsphase			Fortführungswert
	t1	t2	t3	T
Free Cashflow	2.394	2.694	3.023	3.100
				33049,04051
Diskontierungsfaktor	0,9142	0,8358	0,7642	0,7642
Barwert	2.189	2.252	2.310	25.255
<b>Summe / Unternehmenswert</b>	<b>32.006</b>			
Anteile am Unternehmensgesamtwert	7%	7%	7%	79%
Nettofinanzverbindlichkeiten	7.500			
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>24.506</b>			

Unter Voraussetzung der Kapitalkosten in Höhe von 9,38%  
 und bei Annahme einer Wachstumsrate von jährlich 2,50%

## **Preisgestaltung bei Übergabe mittelständischer Unternehmen unter Einfluss verschiedener Bewertungsverfahren**

### **Ziel der Arbeit und Gang der Untersuchung**

Ziel der Arbeit ist es, die Verfahren zur Ermittlung von Unternehmenswerten in ihrer Praxis zu untersuchen. Dabei soll geklärt werden, welche Verfahren sich auch außerhalb der Theorie bewährt haben und zuverlässige Ergebnisse liefern. Im Zuge der Preisfindung wird analysiert, welches Verfahren mögliche Transaktionspreise am realistischsten darstellen, beziehungsweise welche Verfahren eine solide Argumentationsgrundlage für die Verhandlungen des Kaufpreises bieten. Darüber hinaus werden die Verfahren auf ihre Grenzen geprüft und Faktoren erarbeitet, die einen erheblichen Einfluss auf die Verhandlungen haben und in Bewertungsverfahren nicht integriert werden (können).

Im Gang der Untersuchung werden zunächst grundsätzliche Prozesse der Unternehmensnachfolge dargestellt und Möglichkeiten der Nachfolge dargelegt. Wegen des Bezugs zum deutschen Mittelstand, insbesondere in den Regionen Sachsen und Thüringen, werden die Unternehmensstruktur und die besonderen Bedingungen und Gegebenheiten analysiert.

Im zweiten, praxisorientierten Teil werden zunächst die grundlegenden Bewertungsverfahren des Substanzwertes, Marktwertes (anhand von Multiplikatoren) und fundamentale Verfahren (DCF-Verfahren) erörtert. Ausgehend von dieser Analyse sollen darauf folgend qualitative (und quantitative) Faktoren erarbeitet werden, die die Preisfindung maßgeblich beeinflussen. Dabei sollen diese Faktoren durch Stimmen aus der Praxis ergänzt werden.

*Vielen Dank, dass Sie sich die Zeit nehmen, um mich bei der Anfertigung der Bachelorthesis zu unterstützen. Auf der folgenden Seite finden Sie Fragen, die ich im Zuge des Gespräches mit Ihnen klären möchte. Sollten Sie noch weitere Ideen haben, die im Fragekatalog nicht erfasst sind, bin ich Ihnen für Ergänzungen und Anregungen sehr dankbar.*

**Substanzwert**

1. In der Theorie gilt der Substanzwert für eine verlässliche Bestimmung des Unternehmenswertes als ungeeignet. Übernimmt dieses Verfahren heutzutage dennoch in der Praxis eine relevante Funktion?

**Marktwert / Multiplikatormethode**

2. Das Finance Magazin veröffentlicht vierteljährlich aktualisierte EBIT und Umsatz Multiples, die je nach Größenklasse und Branche verwendet werden. Wie gestaltet sich die Bewertung bei Mischkonzernen mit Hilfe dieser Methode?

**Discounted-Cash-Flow**

3. Die Thesaurierung von Gewinnen, die Durchführung von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen sowie die Höhe des Unternehmerlohns können den freien Cashflow maßgeblich beeinflussen. Wie werden diese Faktoren bei der Bewertung gewürdigt?
4. Da ein Großteil der Mittelständischen Unternehmen nicht an der Börse notiert ist, ist die Berechnung eines Betafaktors nicht möglich. Wie wird für solche Unternehmen ein angemessenes Risiko ermittelt?
5. Die Ausübung von Realloptionen<sup>91</sup> durch das Management kann erheblichen Einfluss auf den Cashflow haben. Wird in der Praxis die Möglichkeit der Realloption aufgegriffen?

**Preisbeeinflussende Faktoren**

6. Neben der quantitativen Vorarbeit durch die Unternehmensbewertung, nehmen qualitative und psychologische Einflüsse einen hohen Stellenwert bei der Kaufpreisverhandlung ein. Welche Faktoren nehmen Ihrer Meinung nach maßgeblichen Einfluss in der Kaufpreisverhandlung und welche Probleme können dabei entstehen?

Eine Reihe von Faktoren wurde dabei bereits erarbeitet. Ergänzungen und Anmerkungen werden gerne mit aufgenommen:

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aufgeben des Lebenswerkes</li> <li>• Erhalt des Unternehmens</li> <li>• Erhalt der Arbeitsplätze</li> <li>• Situation des Verkäufers (Alter, Krankheit)</li> <li>• Informationsasymmetrie</li> <li>• Pläne strategischer Investoren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verhandlungsmacht</li> <li>• Komplexität der Transaktion</li> <li>• Kaufpreisstruktur</li> <li>• Generelles Marktumfeld</li> <li>• Vertrauensbasis</li> <li>• Bürgschaften des Alteigentümers</li> </ul>
---	---

<sup>91</sup> Die Möglichkeit der Unternehmensleitung sich an geänderte Rahmenbedingungen anzupassen, indem man sich die Option behält ein Projekt weiterzuführen, zu erweitern oder aufzugeben.

## **Auswertung des Fragebogens und der im Rahmen der Bachelorthesis geführten Interviews**

Im Rahmen der Arbeit wurden Spezialisten der Commerzbank AG zum Thema der Unternehmensbewertung und deren Einfluss auf die Preisfindung befragt. Folgende Auswertung soll die Ergebnisse der Gespräche zusammenfassen. Für die Teilnahme an den Interviews möchte der Autor sich recht herzlich bei Dr. Rainer Seydel, Herrn Andreas Matthai und Herrn Ralf Gernert aus dem Financial Engineering Center der Commerzbank AG bedanken.

### **Substanzwert**

1. In der Theorie gilt der Substanzwert für eine verlässliche Bestimmung des Unternehmenswertes als ungeeignet. Übernimmt dieses Verfahren heutzutage dennoch in der Praxis eine relevante Funktion?

Aus der gesamten Auswahl der Bewertungsverfahren gibt es nicht „DAS“ eine richtige Verfahren. Vielmehr gilt es eine geeignete Kombination zu finden, die einen potentiellen Wert abbilden können. Dem Substanzwertverfahren wird dabei keine bedeutsame Rolle bemessen. Nichts desto trotz, kann es unter Umständen zur Bewertung von einzelnen Sachanlagen verwendet werden. Das Substanzwertverfahren ist in der Praxis zur Bewertung ungeeignet. Nur in Ausnahmefällen wird versucht damit zu argumentieren. Darüber hinaus wird es von Verkäufern als Argument in der Preisverhandlung angebracht. Unter gewissen Bedingungen, wenn der Käufer unter bestimmten Auflagen gezwungen wird zu investieren, kann das Sachwertverfahren für einzelne Vermögensgegenstände angewendet werden.

### **Marktwert / Multiplikatormethode**

2. Das Finance Magazin veröffentlicht vierteljährlich aktualisierte EBIT und Umsatz Multiples, die je nach Größenklasse und Branche verwendet werden. Wie gestaltet sich die Bewertung bei Mischkonzernen mit Hilfe dieser Methode?

Bei Mischkonzernen gibt es 2 Möglichkeiten die Multiplikatoren zu verwenden. Existieren mehrere Geschäftsbereiche und sind diese gleichmäßig ausgeprägt, erfolgt eine Teilbewertung der jeweiligen Unternehmensteile. In der Praxis zeigt sich jedoch häufig, dass mittelständische Unternehmen ihren Schwerpunkt in einem



Geschäftsfeld haben. Die Bewertung erfolgt dann über das Kerngeschäftsfeld. Verwendet werden in den meisten Fällen Fall Segment EBITs. Die veröffentlichten Multiplikatoren weichen in der Praxis nicht zu stark voneinander ab, sodass sich Ergebnisse somit vertreten lassen

Generell dient das Multiplikatorverfahren nur der indikativen Preisermittlung. Verwendet wird es um mögliche Transaktionspreise zu kommunizieren. Bei Mischkonzernen wird in der Regel ein Multiple genutzt. Es ist zu beobachten, dass die durch das Multiplikatorverfahren ermittelten Werte den realisierten Preisen sehr nahe liegen.

### **Discounted-Cash-Flow**

3. Die Thesaurierung von Gewinnen, die Durchführung von Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen sowie die Höhe des Unternehmerlohns können den freien Cashflow maßgeblich beeinflussen. Wie werden diese Faktoren bei der Bewertung gewürdigt?

Beim DCF Verfahren fließen unterschiedlich Planzahlen zusammen. Abhängig von der Planung und Erwartung der bewertenden ergibt sich ein subjektiver nachhaltiger Cashflow. Erst in den Verhandlungen wird diskutiert, welcher Cashflow angemessen erscheint. Somit fließen auch Pläne der Gewinnthesaurierung oder Investitionen in die Rechnung ein. Durch das stehen lassen von Gewinnen wird die Eigenkapitalbasis erhöht. Dadurch können Investitionen aus eigener Kraft getätigt werden bzw. Verbindlichkeiten abgelöst werden. In der Praxis erhöht das den Kaufpreis. Das DCF Verfahren baut auf eine 5 Jahresplanung auf, in der mögliche Abweichungen aufgenommen werden können. Langfristig geht man davon aus, dass sich solche Verwerfungen normalisieren. In der Theorie wird nicht deutlich, dass es nicht das eine Verfahren gibt. In der Praxis wird ein Band an Unternehmenswerten projiziert, in denen Verschiedene Szenarien erfasst werden. Dabei werden die Alternativen in getrennten Planungen aufgegriffen und einzeln bewertet

4. Da ein Großteil der Mittelständischen Unternehmen nicht an der Börse notiert ist, ist die Berechnung eines Betafaktors nicht möglich. Wie wird für solche Unternehmen ein angemessenes Risiko ermittelt?

Die Ermittlung eines Betafaktors erfolgt in der Praxis meist nicht. Das Risiko eines mittelständischen Unternehmens zu beziffern, ist praktisch unmöglich. Bei der Planung werden jedoch nicht Risiken, sondern eher Ertragspotentiale betrachtet. Verwendet wird ein branchenübliches Referenzbeta.

5. Die Ausübung von Realoptionen durch das Management kann erheblichen Einfluss auf den Cashflow haben. Wird in der Praxis die Möglichkeit der Realoption aufgegriffen?

Realoptionen sind in der Praxis nicht gebräuchlich. Implizit werden aber Handlungsalternativen in den verschiedenen Szenarien durchgerechnet. In der Kundenanalyse wird der Fall modelliert, dass man aufgrund schlechter Deckungsbeiträge davon ausgeht, dass Kundenverbindungen nicht weiter geführt werden. Analog ist das Prinzip anwendbar auf die Produkt und Sortimentsanalyse. Käufer und Verkäufer werden wahrscheinlich unterschiedlich die Handlungsmöglichkeiten im Cashflow einfließen lassen.

### **Preisbeeinflussende Faktoren**

6. Neben der quantitativen Vorarbeit durch die Unternehmensbewertung, nehmen qualitative und psychologische Einflüsse einen hohen Stellenwert bei der Kaufpreisverhandlung ein. Welche Faktoren nehmen Ihrer Meinung nach maßgeblichen Einfluss in der Kaufpreisverhandlung und welche Probleme können dabei entstehen?

- **Aufgeben des Lebenswerkes**

Je größer das Unternehmen, desto kleiner ist die Bindung zwischen Unternehmer und Unternehmen. Im Verhandlungsprozess spielt der Faktor keine Rolle. Für das Lebenswerk wird kein Entgelt gezahlt. Es fließt jedoch in die Verhandlung ein, ist jedoch eher ein Eingangskriterium.

- **Erhalt des Unternehmens/der Arbeitsplätze**

Auch dieser Faktor ist nicht im Kaufpreis enthalten. Werden allerdings Vereinbarungen in dieser Hinsicht getroffen, sind sie mit Abschlag verbunden. Auftreten kann diese Problematik häufig bei Verkäufen an Großunternehmen.

- **Situation des Verkäufers**

Die Situation des Verkäufers hat selbstverständlich einen hohen Einfluss. Grundsätzlich gilt: Je weniger Zeit zur Verfügung steht, desto höher der Abschlag

- **Informationsasymmetrie**

Informationsasymmetrien beziehungsweise –lücken können bewusst oder unbewusst entstehen. Eine fehlende Information von Seiten des Verkäufers ist ein Kriterium für

das Abbrechen der Verhandlungen, vice versa kann Käufer mögliche Informationen zurückhalten um daraus resultierende Erträge selbst abzuschöpfen.

- **Pläne strategischer Investoren**

Strategische Investoren haben die Möglichkeit einen höheren Kaufpreis zu zahlen um KnowHow zu kaufen. Durch Ihre Größe und Erfahrung haben sie die Möglichkeit Synergieeffekte besser zu nutzen. Da bei Ihnen u.U. die Möglichkeit besteht ins Ausland auszulagern, rückt das Kriterium des Erhalts des Unternehmens wieder in der Vordergrund.

- **Verhandlungsmacht**

Verhandlungsmacht ergibt sich aus einer Vielzahl von Faktoren. Verhandlungsmacht erzeugt Verkaufsdruck und senkt damit Preis (Wettbewerb starker Konkurrenten, Übernahme durch Mitarbeiter).

- **Komplexität der Transaktion und Struktur**

Je komplexer die vorgefundene Organisationsstruktur ist, desto höher ist auch der Abschlag. Grund dafür ist die mit unüberschaubaren Kapitalverflechtungen einhergehende Intransparenz. Ein weiteres Problem an dieser Stelle sind Garantie- und Gewährleistungsansprüche

- **Kaufpreisstruktur**

Der Verkaufsprozess ist weitgehend frei gestaltbar. Möglich sind Sofortzahlung, Stufenverkauf, Verkäufendarlehen oder Earn Out-Klauseln. Rückforderungsvereinbarungen sind in der Praxis vorsichtig zu verwenden. Wichtig im Zuge der Kaufpreisgestaltung ist die Quantifizierung von Garantie-ansprüchen.

- **Generelles Marktumfeld**

Der Einfluss des Marktes ist bei der Preisfindung maßgeblich. Er fließt in die mittelfristige Planung ein und verändert somit die ewige Rente.

- **Vertrauensbasis**

Die Höhe des Vertrauens hat bei der Preisverhandlung keinen Einfluss. Viel mehr ist sie eine Voraussetzung für erfolgreiche Verhandlung. Die Höhe des Vertrauens ist nicht kalkulierbar.

- **Bürgschaften des Alteigentümers**

Grundsätzlich wirkt wirtschaftliches Engagement kaufpreiserhöhend. Bürgschaften hingegen mindern den Kaufpreis, bzw. müssen bar hinterlegt werden.

- **Steuerliche Rahmenbedingung**

Steuerliche Veränderungen können Einfluss auf Geschwindigkeit der Verhandlung haben. So wird der Verkäufer versuchen möglichst vor einer Anhebung der Steuer zu veräußern. Der Käufer hingegen wird warten, um kurz vor Änderung der Steuersätze ein Angebot zu unterbreiten

## Ehrenwörtliche Erklärung

"Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich",

1. dass ich meine Bachelorthesis mit dem Thema

*„Preisgestaltung bei Übergabe mittelständischer Unternehmen unter Einfluss verschiedener Bewertungsverfahren – untersucht in der Commerzbank AG, Mittelstandsbank Leipzig“*

ohne fremde Hilfe angefertigt habe,

2. dass ich die Übernahme wörtlicher Zitate aus der Literatur sowie die Verwendung der Gedanken anderer Autoren an den entsprechenden Stellen innerhalb der Arbeit gekennzeichnet habe und

3. dass ich meine Bachelorthesis bei keiner anderen Prüfung vorgelegt habe.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

Burgstädt, den 16.08.2013

Ort, Datum

\_\_\_\_\_

Unterschrift

# Thesenblatt Bachelorthesis

Name: Ibisch

SG:

BK2010

Vorname: Sebastian

Matrikelnummer:

4000520

## Thesen:

- I. Der Mittelstand bildet das Rückgrat der deutschen Wirtschaft. mit 99 % der Unternehmen, die dem Mittelstand zugeordnet werden können und 60 % der Arbeitnehmer, die in mittelständischen Betrieben angestellt sind, ist die volkswirtschaftliche Bedeutung enorm.
- II. Die Problematik der Unternehmensnachfolge gewinnt vor allem in den neuen Bundesländern zunehmend an Bedeutung. Zum einen stehen zahlreiche Unternehmer, die nach der Wende ihre Unternehmen gegründet haben vor dem Ruhestand. Darüber hinaus besteht aufgrund der Vielzahl an kleinen Mittelständlern das Problem, einen Nachfolger zu finden.
- III. Ein objektiver Unternehmenswert existiert nicht. Unabhängig vom Bewertungsverfahren, müssen individuelle Annahmen getroffen werden, die den Wert des Unternehmens maßgeblich beeinflussen können.
- IV. Eine Unternehmensbewertung gibt keine zuverlässige Aussage über den Preis, der bei einem Verkauf realisiert werden kann. Die Bewertung liefert lediglich eine Argumentationsgrundlage für Kaufpreisverhandlungen.
- V. Im Universum der Unternehmensbewertungen liefert das Discounted-Cashflow-Verfahren die zuverlässigsten Werte, da darin die persönlichen Ziele und Erwartungen der Bewertenden aufgegriffen werden. Darüber hinaus ist es als einziges Bewertungsverfahren in die Zukunft gerichtet.
- VI. Ein Unternehmen ist nur so viel Wert, wie die Teilnehmer am Markt bereit sind, dafür zu bezahlen. Selbst mit einer stichhaltigen Argumentationsgrundlage und einer stabilen Finanz- und Ertragslage ergibt sich der endgültige Preis aus Verhandlungen. Das Ergebnis der Bewertung beeinflusst den Preis des Unternehmens. Der Preis hat jedoch im Gegenzug keinen Einfluss auf den Wert des Unternehmens.
- VII. Psychologische Aspekte wirken bei der Unternehmensnachfolge mindestens genau so stark wie die finanziellen Daten. Zumindest auf Seiten des Verkäufers können emotionale Barrieren den Verkaufsprozess unterbrechen.