

## 4. Kapitel: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung

### **Teil A: Besonderheiten beim Bewertungsobjekt**

#### **Abschnitt VIII: Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)**

von

WP/StB Prof. Dr. Tobias Hüttche, CVA, Basel (Schweiz) und  
Dr. Fabian Schmid, CVA, Brugg (Schweiz)

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>I. Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen.....</b>	<b>1107</b>
1. Besonderheiten des Bewertungsobjekts.....	1107
2. Besonderheiten bei den Bewertungsanlässen.....	1108
3. Besonderheiten bezüglich des Bewertungsprozesses.....	1108
<b>II. Berufsständische Stellungnahmen zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen in der DACH-Region.....</b>	<b>1109</b>
1. Deutschland.....	1109
2. Österreich.....	1110
3. Schweiz.....	1110
4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede bezüglich der Bewertung von KMU.....	1110
<b>III. Berücksichtigung wesentlicher Besonderheiten von KMU bei der Bewertung.....</b>	<b>1111</b>
1. Operatives vs. nicht operatives Geschäft.....	1111
2. Prognose und Planung.....	1112
3. Übertragbarkeit der Ertragskraft.....	1113
4. Kapitalkosten.....	1116
5. Vereinfachte Wertermittlung (Multiplikatoren).....	1119
<b>IV. Zusammenfassung.....</b>	<b>1121</b>
Literatur.....	1121

# I. Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen

## 1. Besonderheiten des Bewertungsobjekts

**Kleine und mittlere Unternehmen (KMU)** können quantitativ und qualitativ beschrieben und abgegrenzt werden. Soweit es Fragen der Rechnungslegung, Prüfung oder Förderung betrifft, erfolgt i. d. R. eine quantitative Klassifizierung. So gelten nach der EU-Empfehlung 2003/361 solche Unternehmen als KMU, die weniger als 250 Beschäftigte und einen jährlichen Umsatz von bis zu 50 Millionen € oder eine Bilanzsumme von maximal 43 Millionen € aufweisen. Dies entspricht zumindest bezüglich der Zahl der Beschäftigten auch den nationalen Schwellenwerten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Bei Bilanzsumme und Umsatzerlösen divergieren hingegen die dortigen Festlegungen.

Sofern es die Bewertung von KMU betrifft, mögen deren Umsatzerlöse und Bilanzsumme zwar für das Ergebnis der Bewertung relevant sein, aber nicht für das Verfahren. Es gibt keine besonderen Bewertungsverfahren für KMU, hingegen sind deren Besonderheiten bei der Bewertung zu berücksichtigen. Auch bilanzrechtlich als „groß“ qualifizierende Unternehmen können KMU-typische Merkmale aufweisen, die dann entsprechend zu berücksichtigen sind.

Typisch für KMU ist die besondere Personenbezogenheit der Unternehmen (vgl. IDW, 2014, Tz. 6 f.; KWT, 2014, Tz. 143 ff.). Diese betrifft die Vermögensstruktur (Abgrenzung von betrieblichem und privatem Vermögen unter Berücksichtigung stiller Reserven), die Finanzierung (kein Zugang zu einem organisierten Kapitalmarkt und bevorzugte Eigenfinanzierung) sowie insbesondere die häufig nur eingeschränkt übertragbare Ertragskraft. Weiter sind die Verknüpfung von Eigentümerschaft und Management hervorzuheben und die im Vergleich zu großen Unternehmen geringere Datenqualität. Schließlich ist festzustellen, dass gerade Kleinunternehmen häufig als Einzelunternehmen betrieben werden, deren Zahlenwerk mehr steuerlich getrieben ist, als dies bei Kapitalgesellschaften der Fall ist. Kennzeichnend ist weiter, dass für Anteile an KMU kein liquider Markt besteht.

Die Auswirkungen dieser Besonderheiten auf die Bewertung stellt nachfolgende Tabelle alphabetisch im Überblick dar. Auf deren Berücksichtigung wird in Abschnitt III näher eingegangen.

ABB. 1: Besonderheiten von KMU und deren Auswirkungen auf die Bewertung	
Besonderheit	Auswirkung auf die Bewertung
Datenqualität	Eingeschränkte Aussagefähigkeit der Vergangenheitsdaten, keine oder nur rudimentäre Planungsrechnungen. Bewertende müssen Daten kritischer hinterfragen und Planungen ggf. selber erstellen.
Diversifikation	Eigentümer von KMU sind i. d. R. nicht breit diversifiziert. Inwieweit dies bei der Bemessung der Eigenkapitalkosten zu beachten ist, muss geprüft werden.
Ertragskraft	Die mit den Eigentümern verknüpfte Ertragskraft ist nicht übertragbar. Bewertungsrelevant sind nur die tatsächlich übertragbaren finanziellen Überschüsse.
Finanzierung	Für das Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Fremdkapital (Gesellschafterdarlehen) sind keine Marktdaten verfügbar. Kapitalkosten müssen geschätzt werden.
Kein liquider Markt	Häufig sind tatsächliche oder vertragliche Verkaufsbeschränkungen vorhanden. Ob diese bewertungsrelevant sind, hängt von der Bewertungsaufgabe ab.
Verknüpfung von Eigentum und Management	Nicht angemessene Vergütungen vermengen Resultate des Arbeits- und Kapitaleinsatzes. Analyse und Planung müssen dies berücksichtigen.
Vermögensstruktur	Keine Identität von Betriebsvermögen und Bewertungseinheit. Abgrenzung und Analyse des betrieblichen Vermögens ist von großer Bedeutung.

## 2. Besonderheiten bei den Bewertungsanlässen

Grundsätzlich werden KMU aus denselben Gründen bewertet, wie große Unternehmen. Allerdings weisen die Fallzahlen andere Schwerpunkte auf. Bei notierten Unternehmen approximiert deren Börsenwert recht gut den Verkehrswert. Bei KMU geben allenfalls zeitnahe Transaktionspreise einen Hinweis darauf. Ansonsten ist in allen Fällen, in denen deren Verkehrswerte benötigt werden, eine Bewertung erforderlich.

Geht man weiter auf die **Bewertungsanlässe** ein, so sind es insbesondere Unternehmensnachfolgen, bei denen sich eine Bewertung schon aus Gründen der „Familiengerechtigkeit“ empfiehlt. Weitere und im Vergleich zu notierten Unternehmen häufigere Anlässe sind auch gesellschaftsvertraglich geregelte Bewertungen (Eintritt, Ausscheiden oder Ausschluss von Gesellschaftern) oder Finanzierungsfragen (Beleihungsgrenzen). Schließlich sind aus steuerlichen Gründen Bewertungen erforderlich, bspw. als Basis der Festsetzung von Gewinn-, Substanz- oder Verkehrssteuern.

## 3. Besonderheiten bezüglich des Bewertungsprozesses

Die **Besonderheiten von KMU** wirken sich auch auf den **Bewertungsprozess** aus. Die den KMU zugeschriebene „Hemdsärmeligkeit“ gilt in vielen Fällen auch für die Bewertung. Dies beginnt mit der Auftragserteilung. Nur selten wird ein dem Unternehmen fremder Berufsträger ausdrücklich mit einer Bewertung nach berufsständischen Grundsätzen (bspw. „Gutachten nach IDW S1“) inklusive vollumfänglicher Berichterstattung beauftragt werden. Häufig geht es den Eigentümern von KMU lediglich um eine Einschätzung oder eine Bandbreite als Basis weite-

rer eigener Überlegungen. Bewerter rekrutieren sich dann üblicherweise aus dem Kreis bereits für das Unternehmen tätiger Prüfer oder Berater. Vollständig den berufsständischen Standards entsprechende Bewertungen werden nur dort beauftragt, wo dies auch zwingend erforderlich ist oder sinnvoll erscheint.

Auch die **Auftragsdurchführung** stellt sich in vielen Fällen als pragmatischer Kompromiss zwischen dem theoretisch Erforderlichen und dem – angesichts beschränkter Zeit und beschränktem Budget – praktisch Möglichen dar. Dies beginnt mit der Methodenwahl, bei der – in einzelnen Ländern mehr, in anderen weniger – vereinfachte Verfahren (sog. **Praktikerverfahren**) immer noch großen Zuspruch finden. Doch auch bei der Verwendung von **Zukunftserfolgsverfahren** (DCF- oder Ertragswertverfahren) wird häufig mit stark vereinfachenden Annahmen gearbeitet, etwa bezüglich der Kapitalkosten oder der Ableitung des Restwertes.

Vereinfachungen finden sich auch in der **Berichterstattung**. Hier ist eine verkürzte Berichterstattung verbreitet, häufig auch nur in Form sog. Wertüberlegungen oder verkürzter Gutachten. Auch eine nur mündliche Berichterstattung anhand einer mehr oder weniger ausführlichen Präsentation ist zu beobachten.

## II. Berufsständische Stellungnahmen zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen in der DACH-Region

### 1. Deutschland

Im Standard „**Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen**“ (IDW S1 i. d. F. 2008) legt das IDW „vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten“ (IDW, 2008, Tz. 1). Es handelt sich dabei um einen Rahmen, innerhalb dessen die eigenverantwortliche Lösung liegt. **IDW S1** ist grundsätzlich bei der Bewertung aller Unternehmen zu beachten, unabhängig von der Größe. Auf die Bewertung von KMU wird in einem eigenen Abschnitt unter dem Rubrum „Besonderheiten der Unternehmensbewertung“ eingegangen.

Zur Unterstützung des Berufsstandes bei der praktischen Umsetzung hat das IDW 2011 begonnen, offenbar häufig gestellte Fragen in Form einer Zusammenstellung von „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S1 i. d. F. 2008“ zu veröffentlichen. Soweit es dabei um die Bewertung von KMU ging, wurden diese 2014 in einen „IDW Praxishinweis: Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen (IDW Praxishinweis 1/2014)“ integriert.

Diese Ausführungen sollen den IDW S1 konkretisieren, jedoch weder zusätzliche Anforderungen aufstellen, noch Ausnahmen zulassen (vgl. IDW, 2014, Tz. 4). Vielmehr sollen sachgerechte Vorgehensweisen aufgezeigt werden (vgl. IDW, 2014, Tz. 4). Die Bundessteuerberaterkammer hat diesen Praxishinweis wortgleich übernommen und ebenfalls 2014 veröffentlicht.

## 2. Österreich

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat in 2014 das Fachgutachten Unternehmensbewertung (KFS/BW 1) neu gefasst. Auch das **KFS/BW 1** bildet einen Rahmen, innerhalb dessen die fachgerechte Lösung des Einzelfalls liegen sollte. Das Ausfüllen dieses Rahmens – aber auch das Abweichen von den Grundsätzen – liegt in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftsprüfers.

KFS/BW 1 geht auch unter dem Rubrum „Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen“ auf die Bewertung von KMU ein. Kursorisch veröffentlicht der Fachsenat sog. Empfehlungen zu ausgewählten Fragestellungen, etwa der Berücksichtigung eines Debt Beta oder zur Ermittlung von Basiszins und Marktrisikoprämie. Soweit hier Besonderheiten bei KMU vermutet werden, wird jeweils auch darauf eingegangen.

## 3. Schweiz

In der Schweiz existiert keine Kammer für Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftstreuhänder, wie dies in Deutschland und Österreich der Fall ist. Die Facharbeit für die Treuhänder, Steuerexperten und Wirtschaftsprüfer wird von mehreren Fachorganisationen übernommen. Soweit es die Unternehmensbewertung betrifft, hat die EXPERTsuisse wohl den anerkanntesten und bedeutendsten Teil davon geleistet.

Die EXPERTsuisse geht in ihrer in 2018 vollständig überarbeiteten „**Fachmitteilung zur Unternehmensbewertung von KMU**“ auf die Bewertung von KMU ein. Auch hier wird ein Rahmen gesetzt, innerhalb dessen die Lösung des Einzelfalls im Ermessen der Bewertenden liegt (EXPERTsuisse, 2018, Tz. 3). Ergänzt wird die Fachmitteilung durch eine umfangreiche Kommentierung, welche auf den Hintergrund der Empfehlungen, ihre Entstehung und deren praktische Umsetzung eingeht.

## 4. Gemeinsamkeiten und Unterschiede bezüglich der Bewertung von KMU

Die Ausführungen im folgenden Abschnitt vertiefen die eingangs erwähnten **Besonderheiten bei der Bewertung von KMU**. Diese werden in den Stellungnahmen der drei Berufsstände in Deutschland, Österreich und der Schweiz ganz überwiegend identisch bzw. ohne wesentliche Differenzen vertreten.

Unterschiede sind hingegen bei der Zulässigkeit von **vereinfachten Bewertungsverfahren** bzw. vereinfachten Preisfindungsverfahren festzustellen. Während nach KFS/BW 1 auch der objektivierte Wert zumindest bei „sehr kleinen Unternehmen“ durch Multiplikatoren auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden kann (KWT, 2014, Tz. 18), schließt das IDW dies kategorisch aus. „Solche vereinfachten Verfahren können jedoch bei Bewertungsanlässen, die eine objektivierte Bewertung erfordern, nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S1 (also nach Zukunftserfolgsverfahren, Anm. d. Verf.) treten“ (IDW, 2014, Tz. 60). Vermittelnd lässt die Schweizer Fachmitteilung sowohl „beobachtbare und branchenspezifische Erfahrungssätze“ zu (EXPERTsuisse, 2018, Tz. 54) und erlaubt auch „Mischverfahren [...] wenn im Einzelfall angenommen werden kann, dass diese zu vergleichbaren Ergebnissen führen, wie betriebswirtschaftlich fundierte Methoden“ (EXPERTsuisse, 2018, Tz. 53). Hingegen lassen alle

Berufsverbände Multiplikatoren zur Plausibilisierung der nach anderen Methoden ermittelten Bewertungsergebnisse zu.

### III. Berücksichtigung wesentlicher Besonderheiten von KMU bei der Bewertung

#### 1. Operatives vs. nicht operatives Geschäft

Gerade bei KMU sind die Eigentümer und ihr Unternehmen eng miteinander verflochten, der Unternehmer ist gleichzeitig Arbeitskraft und Geldgeber. Beide Funktionen müssen auseinandergehalten werden, da das Bewertungskalkül nur das eingesetzte Kapital berücksichtigt (vgl. *Kruschwitz/Löffler/Essler*, 2009, S. 6). Dies ist bei der Bereinigung der Vergangenheitszahlen zu berücksichtigen, die als Basis der Planung oder mindestens zu deren Plausibilisierung eingesetzt werden sollten.

Bezüglich der Bereinigung und Planung von Bilanzen und GuV-Rechnungen ist insbesondere auf die nachfolgend dargelegten Sachverhalte zu achten:

- (1) **Liquidität:** Sind die Eigentümer von KMU auch operativ im Unternehmen tätig, erfolgt dies – schon aus steuerlichen Gründen – gegen eine gesonderte Vergütung. Die Folge ist eine vergleichsweise konservative Ausschüttungspolitik. Dies führt gemeinsam mit unternehmerischer Vorsicht und der Abneigung gegenüber „fremdem“ Kapital zum Aufbau **überschüssiger, betrieblich nicht notwendiger Liquidität**. Würde man deren marginale Erträge in den finanziellen Überschüssen belassen und mit den Kapitalkosten abzinsen, würden dadurch Werte zumindest rechnerisch vernichtet. Per Bewertungsstichtag ist daher zu bestimmen, welcher Teil der Liquidität betriebsnotwendig ist und welcher nicht. Dies auch schon deswegen, weil viele Kaufverträge eine Übergabe des Unternehmens „**Cash and Debt free**“ vorsehen. Auch hier wären dem Unternehmen zumindest diejenigen liquiden Mittel zu belassen, die für das operative Geschäft notwendig sind. Die am Bewertungsstichtag nicht notwendige Liquidität wird mit ihrem Nennwert dem Unternehmens- bzw. Anteilswert zugeschlagen oder mit den Finanzschulden verrechnet. Anhaltspunkte für die Bestimmung der betriebsnotwendigen Liquidität können Vergleichsunternehmen (Peer Group), eine Liquiditätsplanung, ein branchenüblicher Prozentsatz des Umsatzes oder eine bestimmte Anzahl Monate Fixkosten geben. Eindeutige Richtwerte existieren dabei allerdings nicht, sondern hängen stark vom jeweiligen Geschäftsmodell und somit vom konkreten Bewertungsobjekt ab.
- (2) **Sachanlagen:** Gerade bei KMU ist die zu bewertende wirtschaftliche Einheit nicht zwingend mit der rechtlichen Einheit identisch. Dies betrifft einmal die im Betriebsvermögen befindlichen Vermögenswerte (und auch Schulden), die zum Teil auch privat genutzt werden bzw. privat veranlasst sind. Weiter mag es sein, dass im Privatvermögen stehende Vermögenswerte zu der zu bewertenden wirtschaftlichen Einheit gehören (Patente, Immobilien, Beteiligungen Schwestergesellschaften etc.). Beides gilt es zu berücksichtigen: Üblicherweise werden die privat genutzten Vermögenswerte zurückbehalten. Diese und die damit verbundenen Aufwendungen müssen also bereits bei der Vergangenheitsanalyse herausgerechnet werden. Sofern privates, aber betriebsnotwendiges Vermögen nicht übertragen

wird, muss dies bei der Planung durch den Ansatz entsprechender Nutzungsentgelte oder Investitionen berücksichtigt werden.

- (3) **Gesellschafterfinanzierung:** Gerade bei KMU hängen Kapitalstruktur und Finanzierungsbedingungen häufig stark vom Eigentümer ab. KMU sind aufgrund des begrenzten Eigentümerkreises und der eingeschränkten Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten traditionell stärker eigenfinanziert als kapitalmarktorientierte Unternehmen (vgl. Ihlau/Duscha/Gödecke, 2013, S. 127). An die Stelle von Banken tritt die Finanzierung durch Gesellschafter. Im Rahmen der Bewertung ist – wie bei jeder Finanzierung – zu beurteilen, ob diese eher Fremd- oder Eigenkapitalcharakter hat und folglich als Finanzschuld oder als Teil des Eigenkapitals zu berücksichtigen ist. Allerdings kommt der Gesellschafterfinanzierung eine besondere Bedeutung zu. Gerade bei KMU wechselt mit dem Eigentümer auch die Finanzierung. Erwerber übernehmen i. d. R. keine Gesellschafterdarlehen, sondern finanzieren das Unternehmen neu nach ihren Vorstellungen. Die Tilgung der Altdarlehen ist dann Sache des Veräußerers; ist dies aus freier Liquidität nicht möglich, gehen sie im Anteilswert auf. Soll die Übernahme durch eine Bank finanziert werden, erwartet diese häufig auch eine Beteiligung beider Parteien: Der Kaufpreis wird dann in einer zu verhandelnden Kombination aus Bankdarlehen, Kapital des Käufers und einem Darlehen des Verkäufers („stehengelassener Kaufpreis“) finanziert. Zusammengefasst wird deutlich, dass der Kapitalstruktur bei KMU besondere Beachtung zu schenken ist.
- (4) **Personalaufwand:** Ein großer Teil der KMU wird als Einzelunternehmen betrieben. Die Eigentümer beziehen hier einen Gewinnanteil und kein Gehalt, das aufwandswirksam verbucht wird. Entsprechende Vergütungen sind daher schon im Rahmen der Vergangenheitsanalyse, spätestens jedoch bei der Planung, anzusetzen. Unabhängig von der Rechtsform ist auf die Angemessenheit der verbuchten bzw. geplanten Aufwendungen zu achten. Unangemessen hohe Vergütungen werden i. d. R. schon aus steuerlichen Gründen vermieden (verdeckte Gewinnausschüttungen). Zu achten ist hingegen auf zu niedrige Vergütungen, die durch höhere Ausschüttungen kompensiert werden. Diese Verschiebung kann ebenfalls steuerlich bzw. sozialversicherungsrechtlich motiviert sein, wird jedoch von der Finanzverwaltung seltener aufgegriffen als der Fall klar überhöhter Bezüge. Der Ansatz angemessener Konditionen bei der Planung hängt von der Bewertungskonzeption ab: Bei subjektiven Werten kommt es auf die individuellen Planungen an, bei einer objektivierten Wertermittlung kommt es darauf an, ob und ab wann eine Anpassung vertraglich möglich ist.

## 2. Prognose und Planung

Natürlich ist auch bei der Bewertung von KMU die **Unternehmensplanung** der Schlüssel zur Bewertung. Allerdings liegen bei KMU nur selten integrierte und mehrjährige Planungsrechnungen vor. Vielmehr wird häufig nur auf Jahresbasis und bis auf Stufe eines gewöhnlichen Geschäftsergebnisses oder EBIT geplant (siehe auch 4. Kap., Teil A, Abschnitt IX). Investitionen werden bei Bedarf häufig bei Bedarf vorgenommen und nicht in festgelegten Intervallen. Da nur wenige produzierende KMU ihre Fertigung im Rechnungswesen abbilden – also projektbezogene Kosten erfassen und den Fertigungsstand feststellen können – ist auch die Entwicklung des Nettoumlaufvermögens nur wenig planbar, sondern von der Auslastung bestimmt. In vielen Fällen ist daher eine Mitarbeit des Bewerbers bei der Unternehmensplanung erforderlich.

Liegt eine **Planung** vor, so muss diese plausibilisiert werden. Auch hier ist darauf zu achten, für welchen Zweck die Planung erstellt wurde. Einzelinteressen, d. h. die Interessen der Eigentümer, die ggf. gleichzeitig Geschäftsleiter sind, können bei einem KMU leichter durchgesetzt werden, als dies bei einer mehrstufigen, komplexen Planung großer Unternehmen der Fall ist. Diese Interessen können zu einer traditionell konservativen und vorsichtigen Planung führen, aber auch – vor dem Hintergrund eines beabsichtigten Verkaufs oder der Aufnahme neuer Gesellschafter – übertrieben optimistisch ausfallen. Dem Bewerter kommt in diesem Fall die Aufgabe zu, auf eine Planung hinzuwirken, die Erwartungswerte abbildet bzw. verschiedene Szenarien in einen einwertigen Verlauf überführt. Erforderliche Anpassungen sollten vom Bewertungsobjekt vorgenommen werden oder – sofern dies nicht möglich ist – durch den Bewertenden. Auf Art und Umfang der Anpassungen ist dann im Rahmen der Berichterstattung einzugehen. Unzulässig ist eine Plananpassung „unter dem Strich“, wobei eine als nicht angemessen erkannte Planung durch einen willkürlich erhöhten oder verminderten Kapitalisierungszinssatz auf ein für den Bewerter akzeptables Bewertungsergebnis geschleust wird.

Der Abschätzung des **Restwertes** bzw. der Prognose der Entwicklung nach Ende der detaillierten Planungsphase kommt auch bei KMU eine große Bedeutung zu. Die von Bewertungslehre und -praxis verwendeten Modelle sind auch bei KMU anwendbar. Die dortigen Annahmen – dass etwa dauerhaft keine die Kapitalkosten übersteigenden Überrenditen erzielbar sind – dürften bei KMU noch eher der Realität entsprechen, als bei Großunternehmen mit entsprechender Markt- und Markenmacht. Auch die Wahrscheinlichkeit einer beschränkten Lebensdauer – ob durch Insolvenz, „stille Liquidation“ oder dauerhafte Unterrentierlichkeit – ist bei KMU höher, als dies bei größeren Unternehmen der Fall ist.

### 3. Übertragbarkeit der Ertragskraft

Die **Ertragskraft** eines Unternehmens beschreibt seine Fähigkeit, auch zukünftig finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Soweit die dafür bestimmenden Faktoren nach der Übertragung nicht mehr oder nur eingeschränkt zur Verfügung stehen, ist die Ertragskraft nicht oder eben nur eingeschränkt übertragbar. Dass die Ertragskraft nur eingeschränkt übertragbar ist, kann an besonderen Umständen des Bewertungsobjektes liegen (Standort, nicht übertragbare Verträge, gesetzliche oder standesrechtliche Beschränkungen etc.), aber auch daran, dass wertbestimmende Faktoren mit der Person des Übertragenden verbunden sind (Know-how, Kundenbeziehungen, akquisitorisches Geschick, Personalführung etc.). Der Wegfall kann sich sofort (partiell übertragbare Ertragskraft) oder über einen bestimmten Zeitraum hinweg (temporär übertragbare Ertragskraft) bemerkbar machen (vgl. IDW, 2014, Tz. 42).

Nur auf die **tatsächlich übertragbare Ertragskraft** ist in allen Fällen abzustellen, in denen der übertragende Unternehmer tatsächlich „wegfällt“, ob durch Verkauf, Tod oder andere Umstände. Dies gilt auch dann, wenn Verkehrswerte bestimmt werden sollen, bspw. im Güterrecht mancher Gesetzgebungen. Verkehrswerte unterstellen schon konzeptionell einen Verkauf und damit einen Wegfall der bisherigen – und zwar aller – Eigentümer. Selbst wenn ein Eigentümer also im Unternehmen verbleibt, würde für Zwecke der Verkehrswertermittlung – bspw. bei einer Scheidung – unterstellt werden, dass er und auch die mit ihm verbundene Ertragskraft wegfällt.

Zur genaueren Analyse der tatsächlich übertragbaren Ertragskraft werden i. d. R. Interviews mit der Geschäftsleitung und anderen leitenden Mitarbeitenden dienlich sein, auch Kundenverträ-

ge, Genehmigungen oder Zulassungen können Aufschluss geben (vgl. *Franken/Schulte/Rowoldt*, WPg 2018 S. 42 f.). Ist danach der Eigentümer auch der Hauptleistungsträger für die Kundenzufriedenheit, als Verkaufsleiter für die Akquisition neuer Kunden zuständig, die Vertrauensperson für die Mitarbeitenden und der Träger des technischen Wissens, wird wohl von einer **Personenbezogenheit** auszugehen sein.

Bei nur **partiell übertragbarer Ertragskraft** ist die Planung anzupassen, das bedeutet

- ▶ Substitution von eigentümerabhängigem Spezialistenwissen, „Know-how“ oder besonderer Eigenschaften wie Kreativität;
- ▶ Planung der Kosten einer Personalentwicklung, um Schlüsselfunktionen neu zu besetzen.

Der in der Praxis bedeutsamste Fall einer nur **temporär übertragbaren Ertragskraft** sind ausgeprägte Kundenbeziehungen im Sinne von **Bestandskunden** (vgl. IDW, 2014, Tz. 29). Natürlich sind noch weitere immaterielle Faktoren vorstellbar, aus Vereinfachungsgründen kann man sich jedoch auf diesen wesentlichen Vermögenswert beschränken (vgl. *Castedello/Schöninger*, 2018, S. 181). Bestandskunden fallen nicht von heute auf morgen weg, sondern schmelzen über einen bestimmten Zeitraum ab. Dieses Abschmelzen kann im Bewertungsmodell über ein ergänzendes **Übergewinnverfahren** berücksichtigt werden (vgl. *Henselmann/Kniest*, 2015, S. 530; ähnlich *Kohl*, WPg 2018 S. 154; auf Basis einer Eigenkapitalverzinsung und des EBT rechnen *Franken/Schulte/Rowoldt*, WPg 2018 S. 46 f.). Dabei ist wie folgt vorzugehen:

- (1) In einem ersten Schritt wird der Unternehmenswert unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens durch den bisherigen Eigentümer bewertet.
- (2) In einer ergänzenden Rechnung wird dann der jährliche und zunächst als vollständig übertragbar unterstellte Übergewinn ermittelt: Der NOPAT wird dazu um die auf das investierte Kapital entfallenden Kapitalkosten reduziert.
- (3) Dieser Übergewinn kann nun abgeschmolzen werden. Der wegfallende Teil wird entweder vom unter (1) ermittelten NOPAT in Abzug gebracht und darauf aufbauend die Bewertung wiederholt, oder die reduzierten Übergewinne werden addiert und ergeben gemeinsam mit dem investierten Kapital zum Bewertungsstichtag den angepassten Unternehmenswert.

Da der Umgang mit einer nicht oder nur temporär übertragbaren Ertragskraft in der Praxis der KMU-Bewertung von zentraler Bedeutung ist, wird die Vorgehensweise an einem Beispiel veranschaulicht.

ABB. 2: Beispiel zur Abschmelzung einer temporär übertragbaren Ertragskraft

Annahmen:  
Investiertes Kapital (IC) konstant 1'000, WACC 10%

	Perioden	1	2	3	4	ewig
1	NOPAT I, angenommen als voll übertragbar	200	210	220	230	230
2	abzüglich Verzinsung investiertes Kapital (IC x WACC)	-100	-100	-100	-100	-100
3	Übergewinn I, angenommen als voll übertragbar (1) - (2)	100	110	120	130	130
4	Abschmelzrate Übergewinn je Periode	10%	20%	40%	50%	100%
5	wegfallender Übergewinn (3) x (4)	-10	-22	-48	-65	-130
6	Übergewinn II, tatsächlich übertragbar (3) - (5)	90	88	72	65	0
7	NOPAT II, tatsächlich übertragbar (1) - (5)	190	188	172	165	100
8	Barwertfaktoren bei angenommenem WACC	0.91	0.83	0.75	0.68	6.83
9	Barwert übertragbare Übergewinne (6) x (8)	82	73	54	44	0
10	Barwert übertragbares NOPAT (7) x (8)	173	155	129	113	683
	Unternehmenswert auf Basis NOPAT I*	2'249				
	Unternehmenswert auf Basis NOPAT II (übertragbar)*	1'253				
	Unternehmenswert auf Basis Übergewinne + IC	1'253				
	Implizite Kapitalkosten**	17.70%				

\* Vereinfachend wird unterstellt, dass der NOPAT dem Free Cashflow (FCF) entspricht, also kein weiteres Kapital gebunden wird.

\*\* Mit diesen Kapitalkosten müsste abgezinst werden, um ohne Anpassung des NOPAT/Übergewinns auf denselben Wert zu kommen.

Diese beispielhafte Berechnung vereinfacht, indem sie den Wegfall der Ertragskraft (im Sinne der nicht übertragbaren Übergewinne) jeweils zum Periodenende unterstellt. Realistischer kann auch mit periodischen Durchschnitten gearbeitet werden (vgl. *Franken/Schulte/Rowoldt*, WPg 2018 S. 46 f.). Im praktischen Modell wird sich wohl auch das investierte Kapital verändern, so dass auch auf das zusätzlich gebundene oder freigesetzte Kapital Kapitalkosten zu verrechnen wären. Auch hier kann man auf Durchschnittsgrößen abstellen.

Erst nach dem **Abschmelzen** der nur **temporären Übergewinne** sollte in die Restwertphase übergeleitet werden. Die Länge dieses Zeitraums hängt davon ab, wie lange die Kundenbeziehung nach dem Übergang voraussichtlich fortbesteht. Das ist natürlich eine Schätzung, zu deren Fundierung aber Vertragslaufzeiten und -verlängerungen, typische Produktlebenszyklen und die Kundenstruktur (Alter, Mobilität etc.) herangezogen werden können (vgl. IDW, 2014, Tz. 30). Orientierung können auch die steuerlichen Vorschriften bieten, die für den (erworbenen) Goodwill und andere immaterielle Vermögenswerte wie Patente, Schutzrechte und Lizenzen Nutzungsdauern von maximal fünf Jahren vorsehen.

Die sich zu diesem Zeitpunkt einstellende Kapitalrendite wäre dann mit den Kapitalkosten zu vergleichen. Verfährt man nach der obigen Rechnung, werden selbst nach Abzug aller Übergewinne zumindest die Kapitalkosten verdient. Man gelangt damit über den Abzug aller Übergewinne zu dem Zustand, der ansonsten nur über einen entsprechend modellierten Restwert erreicht wird (der sog. **eingeschwungene Zustand** oder „**Steady State**“). Wird die Kapitalrendite unter die Kapitalkosten gesenkt, sollte statt eines Fortführungswertes zu diesem Zeitpunkt der Liquidationswert angesetzt werden.

Bei der vorgeschlagenen Vorgehensweise ist das investierte Kapital – genauer gesagt seine Rendite – ein Aufteilungsmaßstab für die übertragbare und nicht übertragbare Ertragskraft. Dies ist dann sachgerecht, wenn im betrachteten Vermögen kaum stille Reserven enthalten sind und die Ertragskraft durch einen wesentlichen, sich abnutzenden immateriellen Vermögenswert – wie hier die Kundenbeziehungen – geprägt ist (vgl. *Kohl*, WPg 2018 S. 150 f.). Vereinfacht kann auch nur die Marge auf das marktübliche Niveau angepasst werden (vgl. *Kohl*, WPg 2018 S. 151 f.).

Soweit der Eigentümer noch für eine Übergangszeit im Unternehmen mitarbeitet, ist zu prüfen, ob und inwieweit eine Überleitung auf den Erwerber stattfinden kann. Aus Verkäuferperspektive ist natürlich dazu zu raten, mit solchen Überleitungen möglichst früh zu beginnen und damit die Übertragbarkeit der Ertragskraft und den Wert des Unternehmens zu steigern. Bei der Berechnung objektiver Werte sind dazu explizite Darstellungen im Gutachten erforderlich. Bei einer subjektiven Wertermittlung, sei es auf Käufer- oder Verkäuferseite, werden diese Aspekte wohl auch ohne ausdrückliche Nennung im Bewertungskalkül erfasst.

## 4. Kapitalkosten

KMU weisen eine Vielzahl von Besonderheiten und unternehmensspezifischen Risiken auf. Im Rahmen einer Bewertung stellt sich die grundsätzliche Frage, ob diese Eigenheiten im Zähler, d. h. in den finanziellen Überschüssen, oder im Nenner, d. h. im **Kapitalkostensatz**, abgebildet werden sollen. Die Bewertungslehre postuliert, firmenspezifische, unsystematische Risiken weitestgehend in den finanziellen Überschüssen zu berücksichtigen und mit pauschalen **Zuschlägen** in den **Kapitalkosten** vorsichtig umzugehen.

Eine Bewertung basiert grundsätzlich auf Annahmen über die Zukunft. Dies gilt auch für die Kapitalkosten, welche zur Diskontierung der finanziellen Überschüsse herangezogen werden. Das Problem ist jedoch, dass sich die zukünftigen Renditeerwartungen der Investoren und somit die Kapitalkosten nicht beobachten lassen. Man ist als Bewerter daher gezwungen, auf historische oder heute beobachtbare Marktdaten abzustellen.

Das **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** ist das in der Praxis am häufigsten anzutreffende Modell, um die Eigenkapitalkosten zu bestimmen (vgl. *Geginat et al.*, 2006, S. 14). Dies gilt nicht nur für kapitalmarktorientierte Unternehmen, sondern auch für KMU. Die Popularität dürfte daher rühren, dass das CAPM eine solide theoretische Grundlage hat und aufgrund des Bezugs auf Kapitalmarktdaten von einer gewissen objektiv nachprüfbarer Datenbasis ausgeht.

Das CAPM besagt, dass sich die **Eigenkapitalkosten** einer Unternehmung aus einem **risikolosen Basiszinssatz** und einer unternehmensbezogenen **Risikoprämie** zusammensetzen. Die Risikoprämie ergibt sich dabei aus der Multiplikation von **Marktrisikoprämie** und unternehmensindividuellem **Betafaktor**. Das **Beta** soll im Rahmen des CAPM das künftige systematische Risiko des Bewertungsobjekts widerspiegeln, also die Abhängigkeit von allgemeinen Marktentwicklungen. Da künftige Betafaktoren nicht beobachtbar sind, wird das Beta in der Praxis typischerweise durch eine lineare Regression historischer Aktienrenditen auf die Rendite des Marktes bestimmt. Bei einem KMU kann der eigene Betafaktor aufgrund der fehlenden Börsennotierung jedoch nicht empirisch geschätzt werden, sondern muss alternativ hergeleitet werden.

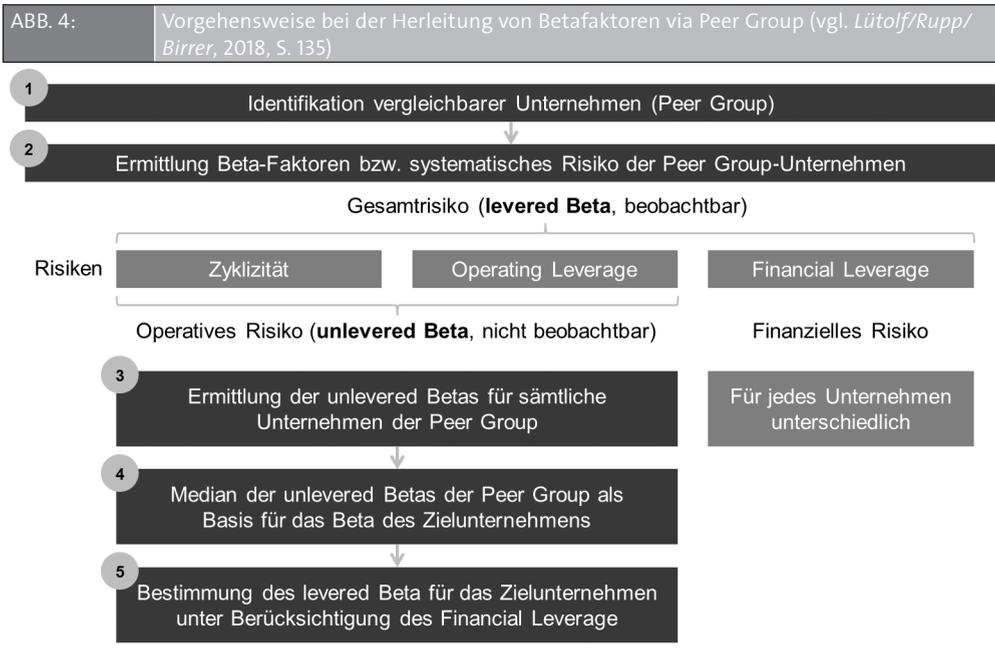
In der Praxis ist es üblich, das unbeobachtbare Beta des KMU via einer **Peer Group** börsenkotierter **Vergleichsunternehmen** zu schätzen. Diese Vergleichsfirmen sollten bezüglich des systematischen Risikos, d. h. hinsichtlich Produkte/Dienstleistungen, Absatzmarkt etc., mit dem

Bewertungsobjekt vergleichbar sein. Die Zusammenstellung der Peer Group erfolgt dabei häufig in zwei Schritten. Zunächst wird anhand der Branchenzugehörigkeit bzw. des Geschäftsmodells eine Long List potenzieller Vergleichsunternehmen erstellt. Daraufhin wird diese unter Anwendung weiterer qualitativer und quantitativer Kriterien wie Lebenszyklus, Größe, Profitabilität, Wachstum zur sog. Short List verdichtet. Dabei muss insbesondere auch überprüft werden, ob die Betafaktoren eine genügend große Liquidität aufweisen und statistisch robust sind, um als Maß für das zukünftige systematische Risiko einer Aktie dienen zu können (vgl. *Muschallik/Rowoldt, Corporate Finance 10/2016 S. 364 f.*). Die nachfolgende Abbildung fasst die qualitativen, quantitativen und weiteren praxisrelevanten Kriterien zur Bildung der Peer Group zusammen:

ABB. 3:	Qualitative, quantitative und weitere praxisrelevante Kriterien bei der Zusammenstellung der Peer Group (vgl. <i>Muschallik/Rowoldt, Corporate Finance 10/2016 S. 364</i> )	
	<u>Qualitative Kriterien</u>	<u>Quantitative Kriterien</u>
	Branchenzugehörigkeit	Größe
	Geschäftstätigkeit	Profitabilität
	Geographische Lage	Wachstum
	Lebenszyklus	
	Produkte	
	Strategie	
	<u>Weitere praxisrelevante Kriterien</u>	
	Belastbarkeit der Werte (Liquidität, statistische Güte)	
	Verfügbarkeit der benötigten Daten	

Existieren keine vergleichbaren Firmen mit belastbaren Betafaktoren, so bietet sich ein Rückgriff auf **Branchenbetas** an. Alternativ kann das Risiko auch subjektiv anhand qualitativer Merkmale geschätzt werden. Häufig handelt es sich dabei jedoch um eine vereinfachte Methodologie, welche den Grundgedanken der Kapitalmarkttheorie zwar aufgreift, eine exakte Schätzung und Objektivierung der einzelnen Parameter jedoch nicht zulässt.

Das systematische Risiko einer Unternehmung ist einerseits durch das operative Geschäft (**operatives Risiko**) und andererseits durch die Kapitalstruktur (**finanzielles Risiko**) geprägt. Am Markt beobachtbare Betas sind sog. verschuldete Betas, d. h. Betas, welche sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko widerspiegeln. Wird der Betafaktor eines KMU anhand von Vergleichsunternehmen geschätzt, ist sicherzustellen, dass die Kapitalstruktur vergleichbar ist. Weicht die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts wesentlich von derjenigen der für die Beta-Schätzung berücksichtigten Peer Group-Unternehmen ab, so ist das Beta der herangezogenen Vergleichsunternehmen zuerst um das Verschuldungsrisiko zu bereinigen (**unlevern**) und dann an die (Ziel-) Kapitalstruktur des KMU anzupassen (**relevern**). Für detaillierte Ausführungen zum Un- und Relevern des Betas siehe 3. Kap., Teil D. Angefügte Grafik gibt einen entsprechenden Überblick zur Vorgehensweise bei der Herleitung von Betas via Peer Group:



Das CAPM geht von vollkommenen und perfekten Kapitalmärkten aus. Bei der Bewertung von KMU treten im Vergleich zu großen, börsenkotierten Unternehmen diesbezüglich jedoch insbesondere zwei Besonderheiten auf, welche möglicherweise eine Adjustierung der Kapitalkosten erforderlich machen:

- (1) Erstens ist die Übertragung von Unternehmensanteilen an KMU naturgemäß nicht so einfach wie bei großen börsennotierten Unternehmen. Dies führt dazu, dass Investitionen in KMU einem **Fungibilitäts-** bzw. **Illiquiditätsrisiko** unterliegen und i. d. R. mit höheren Renditeforderungen einhergehen. Die **ingeschränkte Handelbarkeit** wird durch das CAPM jedoch nicht erfasst. In diesem Zusammenhang wird in Theorie und Praxis häufig die Forderung nach einem sog. **Illiquiditätsabschlag** auf dem Unternehmenswert bzw. einem **Eigenkapitalkostenzuschlag** gestellt. In der deutschsprachigen Literatur werden dabei Fungibilitätszuschläge auf den Kapitalkostensatz von 1–5 % propagiert (vgl. Schütte-Biastoch, 2011, S. 200). Dieser Zuschlag lässt sich u. a. auch mit der primär in den USA festgestellten **Small-Cap-Prämie** begründen. Dabei hat sich gezeigt, dass die erzielte Rendite auf dem Investment in kleinere Unternehmen historisch signifikant über der auf Basis der gängigen Kapitalmarkttheorie erwarteten Rendite liegt. Es konnten Zuschläge von bis zu 6 % für kleinkapitalisierte Unternehmen festgestellt werden, welche sich nicht durch den Betafaktor erklären lassen (vgl. Banz, Journal of Financial Economics Nr. 9(1) 1981; Fama/French, Journal of Financial Economics Nr. 51(1) 1993; siehe auch 1. Kap., Teil F).
- (2) Zweitens dürfte die im CAPM angenommene vollständige **Diversifikation** eines Anlegers für viele KMU-Eigentümer nicht zutreffend sein. Oftmals ist ein Großteil des Vermögens des Eigentümers im KMU gebunden, was zur Folge hat, dass der Anteilseigner nicht perfekt diversifiziert ist und somit auch Teile des **unsystematischen Risikos** trägt. In der Literatur sind

denn auch Forderungen nach einer Anpassung des Kapitalkostensatzes zu finden (vgl. *Kratz/Wangler*, Finanz und Betrieb 3/2005, S. 170 f.; *Balz/Bordemann*, Finanz und Betrieb 12/2007, S. 737 ff.). Der von *Damodaran* (2002, S. 667 f.) erstmals publizierte „**Total Beta**“-Ansatz berücksichtigt die mangelnde Diversifikation der Eigentümer, indem nebst dem systematischen Risiko (Beta im CAPM) auch das unsystematische Risiko entschädigt wird. Die vorgebrachte Kritik gegenüber diesem Ansatz besteht einerseits darin, dass es die Situation eines komplett nicht diversifizierten Investors darstellt. Dies dürfte auch im Falle eines KMU-Eigentümers nicht vollends zutreffen (vgl. *Evans/Archer*, Journal of Finance Nr. 23(5) 1968, S. 767; *Schulz*, 2009, S. 62 f.). Zweitens steht das „Total Beta“-Konzept im Vergleich zum CAPM aus theoretischer Sicht auf wackligen Füßen, da es kein in sich geschlossenes Gleichgewichtsmodell darstellt (vgl. *Ballwieser*, 2012, S. 34 f.). Ungeachtet der geäußerten Kritikpunkte kann für die Bestimmung subjektiver Entscheidungswerte von KMU das „Total Beta“ möglicherweise Anhaltspunkte bieten, um die eingeschränkte Diversifikation des Eigentümers zu quantifizieren (vgl. *Ihlau/Duscha/Gödecke*, 2013, S. 222 f.).

Grundsätzlich sollten die Besonderheiten von KMU soweit wie möglich bei der Ermittlung der zukünftig erzielbaren finanziellen Überschüsse, sprich im Zähler des Bewertungskalküls, und nicht in den Kapitalkosten berücksichtigt werden (vgl. *Ihlau/Duscha/Gödecke*, 2013, S. 114). Dies gilt insbesondere für klar unsystematische Risiken wie z. B. die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen. Findet dennoch eine Berücksichtigung in den Kapitalkosten statt, ist zwingend darauf zu achten, dass keine Doppelerfassung von Risiken erfolgt, d. h. im Zähler und Nenner des Bewertungskalküls. Im Gegensatz zu Deutschland und Österreich ist die Berücksichtigung von **Small-Cap-Prämien** in den Kapitalkosten in der Schweiz und in den USA weit verbreitet. Das „Total Beta“-Konzept scheint sich hingegen in der Praxis (bislang) nicht durchgesetzt zu haben.

## 5. Vereinfachte Wertermittlung (Multiplikatoren)

Das **Multiplikatorverfahren** stellt eine einfache und marktnahe Methode dar, um den Wert einer Unternehmung auf Basis einer einzigen Bilanz- oder GuV-Größe zu bestimmen. Es erfreut sich auch bei KMU großer Beliebtheit (vgl. *Ihlau/Duscha/Gödecke*, 2013, S. 113; *Wellis*, Bewertungs-Praktiker 2/2012, S. 62). Dies dürfte u. a. daran liegen, dass **Multiples** auch dann anwendbar sind, wenn keine umfassenden Planungsrechnungen vorliegen und dennoch in Kürze ein Unternehmenswert bzw. eine Kaufpreisvorstellung ermittelt werden soll. Die Anwendung von Multiples, insbesondere auf KMU, weist jedoch einige Schwierigkeiten auf:

- (1) **Vergleichsunternehmen**: Multiples können grundsätzlich aus Transaktionsdaten (**Transaction Multiples**) oder aus Marktdaten von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen (**Trading Multiples**) abgeleitet werden. Wie eine Studie von Deloitte (2018) jedoch zeigt, werden für einen Großteil der KMU-Transaktionen keine Daten veröffentlicht. Dies verunmöglicht die Berechnung eines Multiples. Bei der Ableitung von Multiples aus Marktdaten stellt sich die Frage, inwiefern börsenkotierte Unternehmen mit KMU tatsächlich vergleichbar sind. Grundsätzlich kann bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen gleich vorgegangen werden wie bei der Kapitalkostenermittlung. Die Branchenzugehörigkeit dürfte typischerweise den Ausgangspunkt des **Peer Group**-Definitionsprozesses darstellen, da Unternehmen derselben Branche i. d. R. ähnliche Zyklen und operative Risiken aufweisen (vgl. *Muschallik/Rowoldt*, Corporate Finance 10/2016 S. 364; *Schreiner*, 2007, S. 110 ff.). Anders als bei den Kapitalkosten geht es im Zusammenhang mit Multiples jedoch nicht (nur) darum, Unternehmen mit einem

vergleichbaren Risikoprofil zu identifizieren, sondern sich dabei an den fundamentalen Bestimmungsgrößen der verwendeten Multiplikatoren zu orientieren (vgl. Moser/Auge-Dickhut, Finanz und Betrieb 4/2003, S. 219). Diese sind namentlich die Wachstumsrate, die Marge, die Reinvestitionsrate und das Risiko, welche das **Werttreiber-Modell** eines Unternehmens letztlich komprimiert in einem Multiple abbilden. Bei einer Multiples-Bewertung wird das Verhältnis von Marktwert zu diesen Werttreibern der Vergleichsunternehmen implizit auf das Bewertungsobjekt übertragen. Bei der **Auswahl von Vergleichsunternehmen** sollte daher auf die Vergleichbarkeit anhand dieser Kriterien geachtet werden.

- (2) **Multiple:** Es gibt eine Vielzahl an verschiedenen finanziellen Multiples (z. B. Umsatz/EBITDA, EBIT, Gewinn, Buchwert), welche sich grundsätzlich in **Entity-** und **Equity-Multiplikatoren** einteilen lassen. Im Rahmen einer Bewertung stellt sich die Frage, welcher Multiple herangezogen werden soll. Jeder einzelne Multiple weist seine Vor- und Nachteile auf (siehe auch 3. Kap., Teil J). Bei der Auswahl des konkreten Multiples sollte man sich daher von der Überlegung leiten lassen, welcher Multiple in der entsprechenden Branche vorherrschend ist bzw. im jeweiligen Bewertungsfall die unverzerrteste Größe darstellt. Dabei gilt, dass der Wertunterschied der einzelnen Multiples abnimmt, je stärker die Peer Group-Unternehmen hinsichtlich der einzelnen Werttreiber mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind. Multiples, insbesondere Gewinn-Multiplikatoren, sind stark vom Rechnungslegungsstandard abhängig. Konservativ nach Handelsrecht bilanzierende Unternehmen laufen Gefahr, tendenziell unter Wert verkauft zu werden, wenn sie mit Multiplikatoren bewertet werden, die aus einer international geprägten Rechnungslegungswelt (IFRS, US GAAP) stammen (vgl. Hüttche, 2014, S. 746). Des Weiteren muss man sich bewusst sein, dass die Volatilität der einzelnen Multiples zunimmt, je weiter unten sie in der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet werden. Gewinnmultiplikatoren weisen typischerweise größere Schwankungen auf als z. B. Umsatzmultiplikatoren.
- (3) **Abschlag für Illiquidität:** Sofern Multiples von börsenkotierten Unternehmen zur Bewertung von KMU herangezogen werden, stellt sich die Frage, ob erstere mit letzteren überhaupt eins zu eins vergleichbar sind. Ein wesentlicher Unterschied dürfte in der unterschiedlichen **Marktgängigkeit** (Liquidität) der Titel bestehen. Während Aktien von kotierten Unternehmen i. d. R. tagtäglich gehandelt werden, findet ein Handel von KMU-Aktien nur sehr selten statt. Vor diesem Hintergrund dürfte es durchaus legitim sein, die eingeschränkte Liquidität von KMU-Aktien, insbesondere von Minderheitsaktien, mit einem **Illiquiditätsabschlag** auf dem mittels liquidem Börsenmultiple errechneten Unternehmenswert zu berücksichtigen. Die Ergebnisse empirischer Studien zu diesem Thema fallen unterschiedlich aus. In den USA können für nicht börsennotierte Unternehmen jedoch häufig Abschläge von 10–30 % beobachtet werden (vgl. Koeplin et al., Journal of Applied Corporate Finance Nr. 12(4) 2000; Damodaran, 2005; De Franco et al., Contemporary Accounting Research Nr. 28(1) 2011). Inwiefern sich diese KMU-Abschläge auf Bewertungen in der DACH-Region übertragen lassen, ist schwierig zu sagen. Sofern man bei der Eigenkapitalkostenbestimmung jedoch von einer Small-Cap-Prämie ausgeht, dürfte im Gegenzug bei der Bewertung eines KMU mittels Traded Multiples von liquiden börsennotierten Firmen ein Illiquiditätsabschlag durchaus gerechtfertigt sein.

Die Bewertungslehre steht der Multiples-Methode als eigenständiges Bewertungsverfahren kritisch gegenüber und wirft ihr Theorielosigkeit vor (vgl. Ballwieser, 2010, S. 213 ff.). Auf die berufs-

ständischen Ansichten wurde bereits eingegangen. Als ein einfach zu ermittelnder Ausgangswert für unmittelbar zu führende Preisverhandlungen bzw. zur Plausibilisierung von mit Zukunftserfolgsverfahren berechneten Werten können sie jedoch durchaus geeignet sein.

## IV. Zusammenfassung

Die Bewertung von KMU ist keine kleine oder gar einfache Bewertung. Im Gegenteil fordern die Besonderheiten von KMU die Bewertungspraxis in besonderer Weise. Die vor dem Hintergrund eines Kapitalmarktes entwickelte Bewertungslehre hat jedoch mittlerweile auch für die Bewertung nicht gehandelter Anteile Lösungsansätze entwickelt. Auf wesentliche Themenbereiche – Abgrenzung der wirtschaftlichen Einheit, Prognose und Planung, Übertragbarkeit der Ertragskraft sowie die Ableitung von Kapitalkosten und die Verwendung von Multiplikatoren – wurde eingegangen. Auch die Berufsstände der DACH-Region geben Bewertenden mit ihrer Facharbeit Orientierung und einen Rahmen für die praktische Arbeit. Wie die konkrete Bewertungsfrage beantwortet wird, liegt im Ermessen des Bewertenden. Auch hier ist auf die Bewertungsaufgabe und den Bewertungszweck zu achten: Geht es um objektivierte Wertermittlungen, empfehlen sich modellhafte Ableitungen. Eine transparente Dokumentation und Berichterstattung ist hier unerlässlich. Bei subjektiven Wertermittlungen können subjektive, aber begründbare Einschätzungen an die Stelle mathematischer Modelle treten. Allerdings empfiehlt sich auch hier schon aus Haftungsgründen eine lückenlose und nachvollziehbare Dokumentation des Auftrags.

### Literatur:

*Ballwieser*, Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2010; *Ballwieser*, Unternehmensbewertung zwischen Fakten und Fiktionen, München 2012; *Balz/Bordemann*, Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mithilfe des CAPM, Finanz und Betrieb 12/2007 S. 737–743; *Banz*, The relationship between return and market value of common stocks, Journal of Financial Economics Nr. 9(1) 1981 S. 3–18; *Castedello/Schöninger*: Praxiswissen Unternehmensbewertung – Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen, Düsseldorf 2018; *Damodaran*, Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, New York 2002; *Damodaran*, Marketability and value: Measuring the illiquidity discount, Stern School of Business, Working Paper, New York 2005; *De Franco/Gavius/Jin/Richardson*, Do private company targets that hire Big 4 auditors receive higher proceeds?, Contemporary Accounting Research Nr. 28(1) 2011 S. 215–262; *Deloitte*, Schweizer KMU M&A-Aktivitäten, Zürich 2018; *Evans/Archer*, Diversification and the reduction of dispersion: An empirical analysis, Journal of Finance Nr. 23(5) 1968 S. 761–767; *EXPERTsuisse*, Fachmitteilung „Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)“, Zürich 2018; *Fama/French*, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, Journal of Financial Economics Nr. 51(1) 1993 S. 55–84; *Franken/Schulte/Rowoldt*, Bewertung von KMU und übertragbare Ertragskraft: Ein Anwendungsbeispiel, WPg 2018 S. 38–48; *Geginat/Morath/Wittmann/Knüssel*, Kapitalkosten als strategisches Entscheidungskriterium, Roland Berger Strategy Consultants, München 2006; *Henselmann/Kniest*, Unternehmensbewertung – Praxisfälle mit Lösungen, Herne/Berlin 2015; *Hüttche*, Entwicklung bei der Bewertung von KMU, Der Schweizer Treuhänder 2014/9 S. 740–747; *Hüttche/Meier-Mazzucato*, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Zürich 2018; *IDW*, IDW-Standard S 1 (2008) – Grundsätze für die Durchführung von Unternehmensbewertungen; *IDW*, IDW-Praxisinweis – Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes kleiner und mittlere Unternehmen, Stand: 5.2.2014; *Ihlau/Duscha/Gödecke*, Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Düsseldorf 2013; *Koeplin/Sarin/Shapiro*, The private company discount, Journal of Applied Corporate Finance Nr. 12(4) 2000 S. 94–101; *Kohl*, Anwendung des IDW S 1 bei der Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen, WPg 2018 S. 146–154; *Kratz/Wangler*, Unternehmensbewertung bei nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen: Das Problem der Ermittlung entscheidungsrelevanter Kapitalkosten, Finanz und Betrieb 3/2005 S. 169–176; *Kruschwitz/Löffler/*

#### 4. Kapitel: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung

---

*Essler*, Unternehmensbewertung für die Praxis, Wiesbaden 2009; *KWT*, Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (KFS/BW 1) vom 26.3.2014; *Lütolf/Rupp/Birrer*, Handbuch Finanzmanagement: Bewertungen, Finanzierungen und Risikomanagement im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung, Zürich 2018; *Moser/Auge-Dickhut*, Unternehmensbewertung: Zum Zusammenhang zwischen Vergleichsverfahren und DCF-Verfahren, Finanz und Betrieb 4/2003 S. 213–223; *Muschallik/Rowoldt*, Peer Group-Verwendung in der Bewertungspraxis (Teil I), Corporate Finance 10/2016; *Schreiner*, Equity Valuation using Multiples: An Empirical Investigation, Dissertation, St. Gallen 2007; *Schulz*, Größenabhängige Risikoanpassungen in der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2009; *Schütte-Biastoch*, Unternehmensbewertung von KMU, Wiesbaden 2011; *Wellis*, Praktische Anwendung von Bewertungsmethoden bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz, BewertungsPraktiker 2/2012 S. 61–68.